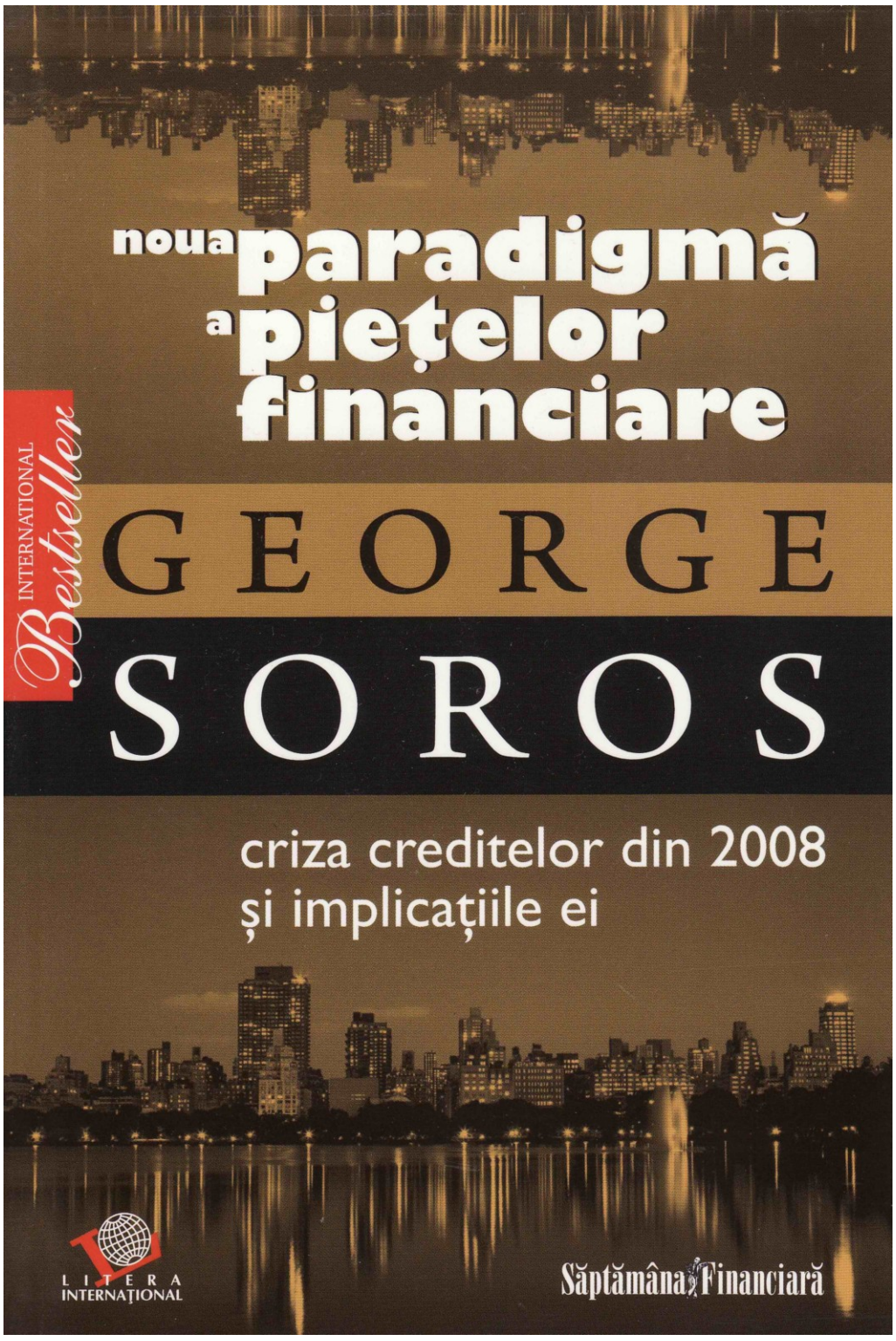

noua paradigmă a piețelor financiare
INTERNATIONAL Bestseller
GEORGE SOROS
criza creditelor din 2008 și implicațiile ei
LITERA INTERNAȚIONAL
Săptămâna Financiară

GEORGE SOROS
noua paradigmă a pieţelor financiare
criza creditelor din 2008 şi implicaţiile ei
Dincolo de celebritatea câştigată datorită speculaţiilor sale financiare, George Soros ne dezvăluie în cărţile sale un chip mult mai complex: acela al unui analist versat al realităţilor economice, al unui filantrop preocupat de soarta celor din jur şi de mersul societăţii în care trăieşte, dar şi al unui gânditor de o veritabilă dimensiune filozofică. Această nouă carte semnată de George Soros încearcă să atragă atenţia asupra actualei crize financiare, să ofere o analiză aprofundată a acesteia şi să propună o ecuaţie socioeconomică în măsură să explice şi să soluţioneze această criză, teoria reflexivităţii.
George Soros este preşedinte al Soros Fund Management şi fondator al unei reţele globale de fundaţii dedicate sprijinirii societăţilor deschise. Este autorul mai multor volume de succes: Supremaţia americană: un balon de săpun, Garantând Democraţia, Epoca nesiguranţei. Consecinţele luptei împotriva terorii.
Află mai mult pe:
www.litera.ro
ISBN 978-973-675-494-4
9 789736 754944
Săptămâna Financiară

Editura „Litera Internaţional" O. E 53; CE 212, sector 4, Bucureşti, România tel./fax (021) 3196390; email: comenzi@litera.ro

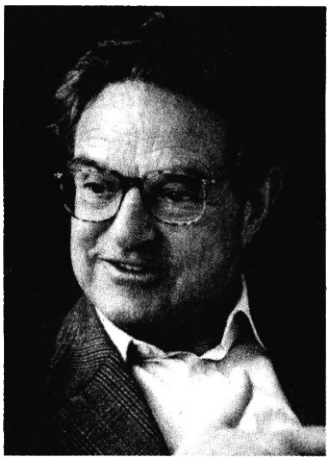
Traducere şi adaptarea: Graal Soft – Integrated Translation Services cu sprijinul de specialitate acordat de Cristina Bob şi Ovidiu Eocan de la Capital Partners

Editor: Vidraşcu şi fiii

Concepţia grafică şi coperta: Mihai Suciu

GEORGE SOROS
NOUA PARADIGMĂ A PIEŢELOR FINANCIARE:
CRIZA CREDITELOR DIN 2008 ŞI IMPLICAŢIILE EI
George Soros – Bucureşti: Litera Internaţional, 2008 ISBN 978-973-675-494-4
I. Graal Soft (trad.)

Despre autor:



George Soros este preşedintele Soros Fund Management şi fondatorul unei reţele globale de fundaţii dedicate sprijinirii societăţilor deschise. Este autorul mai multor volume de succes, incluzând *Supremaţia americană: un balon de săpun, Garantând Democraţia,* şi *Epoca falibilităţii.*

George Soros s-a născut în Budapesta şi în prezent trăieşte la New York.

Cuprins

Introducere
Descrierea contextului
Partea I: Perspectiva
1. Ideea de fond
2. Autobiografia unui filozof ratat
3. Teoria reflexivităţii

4. Reflexivitatea pe pieţele financiare
Partea a II-a: Criza curentă şi consecinţele ei
5. Ipoteza superbaloanelor de săpun
6. Autobiografia unui speculant de succes
7. Prognoza mea pentru 2008
8. Câteva recomandări de principiu
Concluzii
Mulţumiri

INTRODUCERE

Ne aflăm în mijlocul celei mai grave crize financiare din 1930 încoace, în câteva privinţe, ea se aseamănă cu alte crize apărute în ultimii douăzeci şi cinci de ani, dar se şi diferenţiază net de acestea: criza curentă marchează sfârşitul unei ere a extinderii creditelor, având dolarul ca monedă internaţională de referinţă. Crizele periodice anterioare făceau parte dintr-un proces avans-declin mai amplu; criza curentă reprezintă punctul culminant al unui uriaş avânt economic care a durat peste douăzeci şi cinci ani.

Pentru a înţelege ce se întâmplă, avem nevoie de o nouă paradigmă. Paradigma aflată în vigoare astăzi, potrivit căreia pieţele financiare tind spre echilibru, este atât falsă, cât şi înşelătoare. Problemele noastre actuale sunt în mare măsură o consecinţă a faptului că sistemul financiar internaţional a fost dezvoltat pe baza acestei paradigme.

Noua paradigmă pe care o propun nu se limitează la pieţele financiare. Ea are la bază raportul dintre gândire şi realitate, susţinând ideea potrivit căreia interpretările şi concepţiile greşite joacă un rol important în modelarea istoriei. Am început să dezvolt această bază conceptuală ca student la Şcoala de Studii Economice din Londra, înainte să devin activ pe pieţele financiare. După cum am mai afirmat, am fost influenţat de filozofia lui Karl Popper, iar asta m-a făcut să pun la îndoială presupoziţiile pe care se bazează teoria competiţiei perfecte, mai ales în ceea ce priveşte cunoaşterea perfectă. Am realizat că participanţii la piaţă nu îşi pot baza deciziile numai pe cunoaştere, iar percepţiile lor subiective pot influenţa nu doar preţurile pieţei, ci şi aspectele de bază pe care se presupune că trebuie să le reflecte preţurile. Am susţinut ideea că gândirea participanţilor joacă o dublă funcţie. Pe de-o parte, ei încearcă să-şi înţeleagă situaţia.

Am denumit acest lucru funcţie cognitivă. Pe de altă parte, ei încearcă să schimbe situaţia. Acest lucru l-am numit funcţie participativă sau manipulatoare. Cele două funcţii lucrează în direcţii diferite şi, în anumite circumstanţe, pot interfera una cu cealaltă. Am denumit acest lucru reflexivitate interferenţială.

Atunci când am devenit un participant pe piaţă, am aplicat această bază conceptuală la realitatea pieţelor financiare, ceea ce mi-a permis să înţeleg mai bine procesele de tip creştere-declin, care se susţin singure iniţial, dar care ulterior se transformă de la sine într-un fiasco. Am aplicat cele învăţate ca manager al unui fond de *hedging (fond speculativ cu grad înalt de risc).* Am explicat teoria reflexivităţii în prima mea carte, *Alchimia finanţelor*, publicată în 1987. Cartea a lansat un curent de adepţi, dar teoria reflexivităţii nu a fost luată în serios în cercurile academice. Eu însumi nu eram sigur dacă spuneam sau nu ceva nou şi semnificativ. În definitiv, era vorba de una dintre cele mai importante şi mai îndelung studiate probleme filozofice şi tot ce se putea spune despre subiect fusese probabil deja spus. Totuşi, baza mea conceptuală a rămas foarte importantă pentru mine. Mi-a deschis atât posibilitatea de a face bani ca manager al unui fond de *hedging,* cât şi aceea a cheltuirii lor în scopuri filantropice, ceea ce a devenit o parte integrantă a identităţii mele.

Atunci când s-a declanşat criza financiară, m-am retras din gestionarea activă a fondului meu de *hedging>* pe care între timp îl transformasem într-un fond de investiţii în scopuri caritabile, mai puţin agresiv. Criza m-a forţat totuşi să îmi îndrept din nou atenţia spre pieţele financiare şi m-am implicat mai mult în investiţii. Apoi, spre sfârşitul anului 2007, am decis să scriu o carte care să analizeze şi să explice situaţia prezentă. Aveam trei motive: în primul rând era urgentă nevoie de o nouă paradigmă pentru a înţelege mai bine ce se întâmpla. În al doilea rând, un studiu serios mă putea ajuta în deciziile referitoare la investiţii. În al treilea rând, printr-o cercetare întreprinsă la momentul oportun asupra pieţelor financiare, mă asiguram că teoria reflexivităţii îşi primeşte în sfârşit recunoaşterea. Este dificil să atragi atenţia cu o teorie abstractă, dar oamenii sunt foarte interesaţi de pieţele financiare, mai ales când participă la tumultul lor. Folosisem deja pieţele financiare ca teren de testare pentru teoria reflexivităţii în *Alchimia finanţelor,* iar situaţia actuală prezenta o oportunitate excelentă pentru a-i demonstra relevanţa şi importanţa. Dintre cele trei motive, al treilea a cântărit cel mai greu în decizia mea de a publica această carte.

Datorită faptului că am avut mai multe obiective în scrierea ei, cartea este mai complicată decât ar fi fost dacă se concentra doar asupra dezvăluirii crizei financiare. Voi explica pe scurt în ce fel se aplică teoria reflexivităţii la criza financiară. Contrar teoriei economice clasice, care presupune o cunoaştere perfectă, nici participanţii la piaţă şi nici autorităţile monetare sau

fiscale nu îşi pot baza deciziile doar pe cunoaştere. Raţionamentele şi concepţiile lor greşite afectează preţurile pieţei şi, chiar mai important, preţurile pieţei afectează aspectele de bază pe care acestea ar trebui să le reflecte. Preţurile de pe piaţă nu rezultă dintr-un echilibru teoretic într-o manieră aleatorie, aşa cum susţine paradigma actuală. Opiniile participanţilor şi ale celor ce dirijează piaţa nu corespund niciodată stării de fapt; pieţele nu ajung niciodată la echilibrul postulat de teoria economică. Intre percepţie şi realitate există o legătură reflexivă în ambele sensuri, care poate genera procese dezvoltare-declin de tip „balon", care iniţial se autosusţin, urmând apoi să se autodistrugă. Fiecare „balon" este format dintr-un curent şi un raţionament greşit care interacţionează într-o manieră reflexivă. La un moment dat exista un balon pe piaţa locuinţelor în Statele Unite, dar criza curentă nu a însemnat doar crahul acestuia, ci ea este mai amplă decât crizele financiare periodice pe care le-am trăit de-a lungul timpului. Toate aceste crize au făcut parte din ceea ce am numit un superbalon de săpun — un proces reflexiv pe termen lung, care a evoluat în ultimii douăzeci şi cinci de ani. El constă dintr-un curent predominant — extinderea creditelor, şi o concepţie greşită — fundamentalismul de piaţă (cunoscut şi ca politica *laissez-faîre* în secolul al XIX-lea), potrivit căreia pieţele ar trebui să aibă mână liberă. Crizele anterioare au servit ca teste de succes ce au întărit curentul şi concepţia dominantă. Criza de azi constituie însă punctul de cotitură ce demonstrează inaplicabilitatea lor.

Toate acestea necesită o sumedenie de explicaţii suplimentare. În urma unei descrieri a contextului, dedic prima parte a cărţii teoriei reflexivităţii, care depăşeşte limitele sferei pieţelor financiare. Cei interesaţi doar de criza curentă vor găsi şi pasaje mai greu de parcurs, dar pentru cei care fac totuşi efortul, sper ca el să merite făcut. Ideea prezentată constituie interesul meu major, munca vieţii mele. Cititorii cărţilor mele anterioare vor observa că am repetat nişte pasaje, întrucât părerile şi demonstraţiile mele rămân aceleaşi. Partea a doua a cărţii se bazează atât pe o bază conceptuală, cât şi pe experienţa mea de manager al unui fond de *hedging,* ambele menite să aducă lumină asupra situaţiei actuale.

DESCRIEREA CONTEXTULUI

Declanşarea crizei financiare actuale poate fi fixată în mod oficial în august 2007. A fost momentul în care băncile centrale au trebuit să intervină pentru a furniza lichidităţi sistemului bancar. După cum relatează BBC*:

• Pe 6 august, American Home Mortgage, una dintre cele mai mari societăţi americane independente de credit pentru locuinţe, a dat faliment, după ce a concediat mare parte din personal. Compania a declarat că este o

victimă a prăbuşirii pieţei de locuinţe din SUA, prăbuşire care a antrenat mulţi creditori şi debitori de credite subprime, cu grad mare de risc.

• Pe 9 august, piaţa creditelor pe termen scurt a îngheţat după ce o mare bancă franceză, BNP Paribas, a suspendat trei dintre fondurile sale de investiţii, în valoare de 2 miliarde de euro, invocând problemele din sectorul ipotecar subprime din SUA. BNP a declarat că nu poate evalua activele din fonduri, pentru că piaţa a dispărut. Banca Central Europeană a făcut o infuzie de 95 miliarde de euro în sistemul bancar al zonei euro pentru a trèce mai uşor peste criza creditelor subprime. Rezerva Federală a SUA şi Banca Japoniei au luat măsuri similare.

• Pe 10 august, Banca Central Europeană a pus la dispoziţia fondurilor bancare încă 61 miliarde euro. Rezerva Federală a SUA a afirmat că

* BBC News, „Cronologia crizei subprime: Cum a evoluat criza subprime?" http://news.bbc.co.Uk/l/hi/business/7096845.stm

va furniza în cel mai scurt timp câţi bani vor fi necesari pentru combaterea problemei creditelor.

• Pe 13 august, Banca Central Europeană a pompat 47, 7 miliarde euro în pieţele financiare, a treia infuzie de bani în tot atâtea zile. Băncile centrale din Statele Unite şi din Japonia au plusat de asemenea peste sumele acordate anterior. Goldman Sachs a afirmat că va oferi 3 miliarde de dolari pentru susţinerea unui fond de *hedginglovît* de criza creditelor.

• Pe 16 august, Countrywide Financial, cel mai mare dezvoltator de afaceri ipotecare, şi-a retras întreaga linie de creditare de 11, 5 miliarde dolari. Creditorul ipotecar australian Rams a admis, de asemenea, că are probleme cu lichidităţile.

• Pe 17 august, Rezerva Federală Americană a scăzut la jumătate rata de *discount* (rata dobânzii la care împrumută băncile), pentru a ajuta băncile să-şi rezolve problemele de creditare. (Dar nu a fost de folos. Ca urmare, băncile centrale din lumea dezvoltată au sfârşit prin a pompa sume importante de bani, pe perioade lungi de timp, acceptând o plajă mai largă de titluri colaterale, ca niciodată în istorie.)

• Pe 13 septembrie, s-a descoperit că Northern Rock (cea mai mare bancă ipotecară britanică) era aproape de insolvabilitate — ceea ce a declanşat, pentru prima oară în ultima sută de ani în Marea Britanie, o migraţie rapidă a clienţilor spre alte bănci.

Criza s-a apropiat cu paşi înceţi, dar ea putea fi anticipată cu şapte ani înainte. Originile ei se găsesc în spargerea balonului Internet la sfârşitul anului 2000. Rezerva Federală răspunsese prin scăderea ratei fondurilor federale de la 6, 5% la 3, 5% în doar câteva luni. Apoi au venit atacurile teroriste din 11 septembrie 2001. Pentru a contracara căderea economică, Rezerva Federală a

continuat să scadă ratele — până la 1% în iulie 2003, cea mai scăzută rată din ultima jumătate de secol, menţinută un an întreg. Pentru treizeci şi unu de luni consecutiv, diferenţa dintre rata inflaţiei şi rata dobânzii pe termen scurt a fost una negativă.

Moneda ieftină a dat naştere unui boom pe piaţa locuinţelor, o explozie în achiziţiile de companii cu bani împrumutaţi şi alte excese. Când moneda e practic gratuită, orice creditor raţional va continua să crediteze până când nu mai are pe cine. Creditorii ipotecari şi-au scăzut standardele şi au inventat noi moduri în care să stimuleze afacerile şi să genereze comisioane. Băncile de investiţii de pe Wall Street au dezvoltat o varietate de noi tehnici pentru a transfera riscul de creditare către alţi investitori, precum fondurile de pensii şi cele mutuale, care erau dornice de profit. Ele au creat de asemenea vehicule de investiţii structurate (SIV) pentru a-şi păstra poziţiile în bilanţuri.

Din 2000 până la mijlocul lui 2005, valoarea pe piaţă a locuinţelor existente a crescut cu peste 50% şi s-a declanşat o frenezie a construcţiilor. Merrill Lynch estima că jumătate din creşterea PIB-ului american din prima jumătate a lui 2005 avea legătură cu problema locuinţelor, fie direct, prin construcţie şi cumpărarea de obiecte necesare într-o locuinţă, de exemplu mobilă, fie indirect, prin cheltuirea banilor generaţi din refinanţarea ipotecilor. Martin Feldstein, fost preşedinte al consilierilor prezidenţiali pe probleme economice, estima că din 1997 până în 2006, consumatorii au obţinut peste 9 miliarde de dolari bani gheaţă din rata ipotecară. Un studiu din 2005 condus de Alan Greenspan afirma că în anii 2000, retragerile de bani din ipotecile pe locuinţe finanţau 3% din consumul personal. În primul trimestru al lui 2006, banii obţinuţi din retragerile de rate ipotecare egalau aproape 10% din venitul personal disponibil.*

Creşterea înzecită a preţurilor la case a favorizat speculaţiile. Când se aşteaptă ca valoarea proprietăţii să crească mai mult decât valoarea împrumutului, devine evidentă tendinţa de a deţine mai multe proprietăţi decât pot fi ocupate. În 2005, 40% din casele cumpărate nu funcţionau ca reşedinţe permanente, ci ca investiţii sau case de vacanţă.** Cum creşterea veniturilor medii reale era anemică în anii 2000, creditorii şi-au pus ingeniozitatea la încercare pentru a face locuinţele să pară convenabile. Cele mai populare instrumente pe care le-au folosit erau creditele ipotecare cu rate variabile (ARM), cu oferte speciale având ratele iniţiale sub media pieţei, oferite pentru o perioadă de doi ani. Se presupunea că după doi ani, când începea achitarea ratelor mari, ipoteca ar fi refinanţată, profitând de pe urma creşterii preţurilor şi generând o nouă serie de comisioane pentru

** Economist,* **10 septembrie 2005; Martin Feldstein, „Housing, Credit Markets and the Business Cycle", Cercetare a National Bureau**

of Economic Research 13, 471, octombrie 2007; Alan Greenspan şi James Kennedy, „Estimates of Home Mortgage Origination, Repayments, and Debts on One- to Four-Family Résidences", Cercetare a echipei Federal Reserve 2005 – 41 (date actualizate în 2007 de Dr. Kennedy şi furnizate autorului).

**** Joseph R. Marson şi Joshua Rosner, „How Résilient Are Mortgage Backed Securities to Collateralised Debt Obligation Market Disruption?", lucrare prezentată la Hdson Institute, Washington, D.C., 15 februarie 2007, 11.**

creditori. Standardele de creditare s-au prăbuşit, iar ipotecile au devenit disponibile pentru persoane cu riscuri mari de creditare (numite ipoteci subprime), multe dintre ele foarte convenabile. Erau frecvente creditele *Alt-A* (sau creditele mincinoase), care necesitau documentaţie puţină sau uneori deloc, incluzând, în cazuri extreme împrumuturile *ninja* (care nu necesitau nici deţinerea unui loc de muncă, nici venituri, nici garanţii), adesea susţinute de complicitatea brokerilor şi a creditorilor ipotecari.

Băncile şi-au vândut ipotecile cu grad mare de risc, prezentându-le drept titluri numite obligaţiuni de plată garantate (CDO). Acestea au canalizat fluxuri de capital din mii de ipoteci înspre o serie ierarhizată de obligaţiuni cu riscuri şi beneficii pe gustul fiecărui investitor. Tranşele din fruntea ierarhiei, care cuprindeau poate 80% din obligaţiuni ar fi trebuit să facă apel la toate fluxurile de capital susţinătoare, pentru a fi vândute la o rată AAA. Nivelurile inferioare absorbeau un grad mai mare de risc, dar aduceau beneficii mai mari. În practică, băncile şi agenţiile au subestimat grosolan riscurile inerente unor absurdităţi precum împrumuturile *ninja.*

Securizarea era menită să reducă riscurile prin ierarhizarea lor şi prin diversificarea geografică. S-a observat ulterior că astfel creşteau de fapt riscurile, transferând posesia ipotecilor de la băncile care îşi cunoşteau clienţii spre investitorii care nu îi cunoşteau. În locul unei bănci sau unei case de economii şi consemnaţiuni, care să aprobe un credit şi apoi să îl reţină în arhivele proprii, împrumuturile erau făcute de brokeri, „depozitate" apoi temporar de bănci ipotecare slab capitalizate şi vândute în bloc băncilor de investiţii, care realizau CDO-uri, cotate de către agenţiile de *rating* şi vândute apoi investitorilor instituţionali. Toate veniturile de la sursa originală până la destinaţia finală erau taxate — cu cât mai mare era volumul de bani, cu atât mai mare era suma comisioanelor. Şansa de a obţine bani din comisioane fără riscuri a încurajat practicile de afaceri superficiale şi înşelătoare. În zona de subprime, care se ocupa de clienţii mai puţin informaţi şi fără experienţă erau frecvente acţiunile frauduloase. Expresia „rate incitante" a dat tonul în acest sens.

Începând cu 2005, securizarea a devenit o manie. Era uşor şi rapid să creezi titluri sintetice care mimau riscurile titlurilor reale, dar nu reflectau şi costurile de cumpărare şi menţiriere a împrumuturilor reale. Titlurile riscante puteau fi deci multiplicate mult peste stocul real de pe piaţă. Bancheri întreprinzători au împărţit CDO-urile în CDO-uri ale CDO-urilor sau CDO^2, ba chiar şi CDO^3.' Tranşele superioare ale CDO-urilor mai prost cotate obţineau cotaţii maxime. În felul acesta, s-au creat mai multe pasive de grad AAA decât active. Într-un final, produsele sintetice au ajuns responsabile pentru jumătate din volumul comercializat.

Mania securizării nu s-a limitat la ipoteci, ci s-a răspândit şi spre alte forme de credit. Cea mai amplă piaţă sintetică era constituită din *swap* pe risc de credit (CDS).

Acest misterios instrument financiar sintetic a fost inventat în Europa, la începutul anilor 1990. CDS-urile timpurii erau acorduri personalizate între două bănci. Banca A, vânzătorul de *swap* (achizitorul garanţiei) era de acord să plătească o taxă anuală pentru o perioadă anume de ani către Banca B, cumpărătorul de *swap* (vânzătorul garanţiei), în schimbul unui portofoliu de împrumuturi. Banca B se obliga să acopere pierderile Băncii A derivate din acest portofoliu pe timpul schimbului. Înainte de CDS, o bancă care dorea să îşi diversifice portofoliul trebuia să cumpere sau să vândă segmente de împrumuturi, ceea ce era complicat, pentru că era nevoie de permisiunea debitorului; prin urmare, această formă de diversificare a devenit foarte populară. Termenii s-au standardizat şi valoarea de piaţă a contractelor a crescut până la aproape o mie de miliarde de dolari până în 2000.

Fondurile de *hedging au* intrat pe piaţă în forţă la începutul anilor 2000. Fondurile de *hedging* specializate pe credite activau efectiv ca nişte companii de asigurări fără licenţă, colectând beneficii din CDO-uri şi alte titluri pe care le asigurau. Valoarea asigurării era adesea pusă sub semnul întrebării, deoarece contractele puteau fi atribuite fără anunţarea celorlalte părţi. Această piaţă a crescut exponenţial până a ajuns să pună în umbră toate celelalte pieţe, în termeni nominali. Valoarea nominală estimată a contractelor CDS este de 42, 6 bilioane de dolari. Pentru a avea un punct de referinţă, această sumă este aproape egală cu suma averilor personale a tuturor cetăţenilor Statelor Unite. Capitalizarea pieţei titlurilor de valoare din SUA este de 18, 5 bilioane dolari, iar piaţa de obligaţiuni de trezorerie din SUA este de doar 4, 5 bilioane de dolari.

Mania securizării a dus la o creştere enormă a folosirii efectului de levier. Pentru a deţine obligaţiuni obişnuite, era nevoie de o marjă de 10%; obligaţiunile sintetice create prin *swap* pe risc de credit puteau fi comercializate cu o diferenţă de 1, 5%. Acest lucru permitea fondurilor de *hedging* să obţină profit, prin exploatarea gradelor ierarhizate de risc, pe baza efectului de levier, scăzând beneficiile rezultate din riscuri.

Situaţia era sortită unui deznodământ nefericit şi exista deja un precedent în sensul acesta. Piaţa obligaţiunilor ipotecare colaterale (CMO) începuse să se dezvolte în anii 1980. În 1994, piaţa tranşelor cel mai slab cotate — sau „deşeurile toxice", după cum erau numite — a explodat atunci când un fond de *hedging* de 2 miliarde de dolari nu a putut plăti suma datorată, ceea ce a dus la desfiinţarea Kidder Peabody şi la pierderi în valoare totală de 55 miliarde dolari. Dar nu s-a luat nici o măsură de reglementare. Fostul guvernator al Rezervei Federale, Edward M.Gramlich, 1-a atenţionat în particular pe preşedintele Rezervei Federale, Alan Greenspan, în privinţa comportamentului abuziv de pe piaţa ipotecară din sectorul subprime în 2000, dar atenţionarea a fost trecută cu vederea. Grämlich şi-a exprimat îndoielile în mod public în 2007 şi a publicat o carte despre balonul din sectorul subprime, înainte ca prima criză să izbucnească. Charles Kindleberger, expert în crize, avertiza asupra crizei de pe piaţa locuinţelor în 2002. Martin Feldstein, Paul Volcker (fost preşedinte al Rezervei Federale) şi Bill Rhodes (funcţionar superior la Citibank) au făcut şi ei atenţionări, dar fără efect. Nouriel Roubini a prezis faptul că balonul de pe piaţa imobiliară va duce la recesiune în 2006. Dar nimeni, nici măcar eu, nu a anticipat cât de mare va fi această criză şi cât de mult va dura. După cum s-a scris recent în *Wallstreet Journal,* existau multe fonduri de *hedging* care luaseră o atitudine prudentă pe piaţa locuinţelor dar care „au suferit pierderi imense aşteptând prăbuşirea", astfel încât într-un final şi-au abandonat poziţiile*.

La începutul lui 2007 au apărut tot mai des semne ale dezastrului. Pe 22 februarie, HSBC 1-a concediat pe directorul departamentului de împrumuturi ipotecare din SUA, admiţând pierderi de 10, 8 miliarde de dolari. La 9 martie, DR Horton, cel mai mare constructor de locuinţe american, a avertizat în privinţa pierderilor ipotecare din sectorul subprime. Pe 12 martie, compania New Century Financial, unul dintre cei mai mari creditori din sectorul subprime, şi-a suspendat tranzacţionarea acţiunilor, în urma temerilor că firma se îndreaptă spre faliment. Pe 13 martie a fost raportat faptul că plăţile întârziate ale ipotecilor şi executările silite au atins noi cote maxime. Pe 16 martie, Accredited Home Lenders Holding a scos la vânzare 2, 7 miliarde de dolari din registrul de împrumut a sectorului subprime cu o reducere serioasă, pentru a genera numerarul necesar

*** Wall Street Journal, 27 februarie 2008 şi 15 ianuarie 2008; New York Times, 26 octombrie 2007**

operaţiunilor de afaceri. La 2 aprilie, New Century Financial a invocat Articolul 11 referitor la protecţia împotriva falimentului, după ce a fost forţată să reachiziţioneze contravaloarea a miliarde de dolari investiţi în credite problemă*.

Pe 15 iunie 2007, Bear Stearns a anunţat că două mari fonduri ipotecare de *hedging* aveau probleme cu realizarea apelurilor în marjă. În cunoştinţă de cauză, Bear a creat o linie de credit în valoare de 3, 2 miliarde dolari pentru a salva unul dintre fonduri, lăsându-1 pe celălalt să se prăbuşească. Capitalurile investitorilor, în valoare de 1, 5 miliarde dolari, au fost în mare parte pierdute.

Eşecul din iunie al celor două fonduri ipotecare de *hedging* Bear Stearns a zguduit pieţele, dar preşedintele Rezervei Federale Americane, Ben Bernanke, împreună cu alţi manageri au reasigurat publicul că problema din sectorul subprime este un fenomen izolat. Preţurile s-au stabilizat, cu toate că fluxul de veşti proaste a continuat neabătut. La data de 20 iulie, pierderile din sectorul subprime erau estimate de Bernanke la numai 100 miliarde dolari. Când Merrill Lynch şi Qitigroup au consemnat mari pierderi în cadrul obligaţiunilor interne colaterale de debit, pieţele au înregistrat într-adevăr o uşoară creştere. S&P 500 a atins o nouă cotă maximă la mijlocul lui iulie.

Abia la începutul lui august s-a tras semnalul de alarmă pentru pieţele financiare. Momentul în care Bear Stearns a invocat protecţia împotriva falimentului pentru două fonduri de *hedging* expuse creditelor din sectorul subprime şi împiedicarea clienţilor de a retrage numerar de la un al treilea fond a provocat un adevărat şoc După cum am menţionat, Bear Stearns a încercat să salveze aceste entităţi prin furnizarea unui fond adiţional de 3, 2 miliarde de dolari.

Odată ce criza a izbucnit, problemele de pe pieţele financiare au fost dezvăluite cu o rapiditate remarcabilă. Tot ce putea merge prost a mers prost. Un număr mare de puncte slabe a fost dezvăluit într-o perioadă foarte scurtă de timp. Căderea ce începuse în sectorul ipotecar subprime s-a extins curând în zona CDO, în special către cele sintetice constituite pe baza tranşelor superioare ale ipotecilor din sectorul subprime. CDO-urile nu erau uşor de tranzacţionat, dar existau indici ai diverselor ramificaţii ce puteau fi tranzacţionări. Investitorii care urmăreau să-şi

*** „Previziuni sumbre pe piaţa locuinţelor pentru firmele americane", BBC News, 8 martie 2007 http://news.bbc.co.Uk/2/hi/business/6429815.stm.**

acopere investiţiile şi vânzătorii de ocazie ce urmăreau profituri rapide s-au grăbit să vândă aceşti indici, care au scăzut în mod ameţitor, aducând în discuţie valoarea diverselor branşe CDO pe care erau responsabili să le reprezinte. Băncile de investiţii au îndepărtat în număr mare CDO-urile din bilanţ prin aşa-numitele vehicule investiţionale structurate (SIV). SIV şi-au finanţat poziţiile emiţând efecte comercial garantate. După ce valoarea CDO-urilor a fost pusă sub semnul întrebării, piaţa efectelor comerciale a îngheţat, iar băncile de investiţii au fost forţate să ajute SIV-urile. Multe bănci de investiţii au preluat SIV-urile în propriile bilanţuri, fiind forţate să admită

pierderi mari în timpul acestui proces. Totodată, băncile de investiţii erau angajate în împrumuturi imense pentru a putea finanţa achiziţiile pe datorie. În mod obişnuit, ele ar fi strâns la un loc aceste împrumuturi sub denumirea de obligaţiuni de credit garantate (CLO) şi le-ar fi vândut, dar pentru că piaţa CLO împreună cu piaţa CDO ajunseseră la saturaţie, au permis băncilor să deţină o sumă de aproape 250 miliarde de dolari. Unele bănci au permis SIV-urilor să explodeze, iar altele şi-au negat obligaţiile de achiziţie pe datorie. Acest fapt, alături de mărimea pierderilor suferite de bănci, au slăbit bursa de valori, iar fluctuaţiile de preţ au devenit haotice. Aşa-numitele fonduri de *hedging* neutre, care exploatează micile discrepanţe dintre preţurile pieţei prin folosirea unui efect de levier masiv, au încetat să mai fie neutre, înregistrând pierderi neobişnuite. Câteva fonduri bazate pe efectul de levier au fost eliminate, stricând reputaţia propriilor sponsori şi declanşând procese juridice.

Toate acestea au pus o presiune nemaipomenită asupra sistemului bancar. Băncile au fost nevoite să adauge bilanţurilor elemente noi, în momentul în care baza lor de capital era deteriorată de pierderi neaşteptate. Ele au înregistrat dificultăţi evaluând expunerea proprie şi încă şi mai mari dificultăţi în evaluarea contrapartidelor. Prin urmare au devenit ezitante în acordarea de împrumuturi reciproce şi în acelaşi timp dornice să-şi stocheze lichidităţile. La început, băncile centrale au întâmpinat dificultăţi în infuzarea lichidităţilor necesare, deoarece băncile comerciale au evitat folosirea facilităţilor ce conţineau obligaţii şi ezitau să tranzacţioneze între ele, dar în cele din urmă aceste obstacole au fost depăşite. Cu toate acestea, dacă există un lucru pe care băncile centrale ştiu să-1 facă, acesta este furnizarea de lichidităţi. Numai Banca Angliei a suferit un dezastru major în momentul în care a încercat să salveze Northern Rock, un creditor ipotecar extins mult prea mult. Eforturile sale de salvare au condus la preluarea acestuia. În final, Northern Rock a fost naţionalizat, iar obligaţiile sale s-au adăugat datoriei naţionale, împingând Marea Briunie către limitele impuse prin Tratatul de la Maastricht.

Cu toate că au fost furnizate lichidităţi, criza refuza să scadă în amploare. Desfăşurarea creditelor a continuat să se adâncească. Aproape toate băncile importante — Citigroup, Merrill Lynch, Lehman Brothers, Bank of America, Wachovia, UBS, Credit Suisse — au anunţat pierderi semnificative în ultimul trimestru, iar multe dintre acestea au semnalat continuarea pierderilor în 2008. AIG şi Credit Suisse au anunţat pierderi preliminare în ultimul trimestru pe care le-au revizuit în mod repetat, lăsând impresia de necontestat că ar fi scăpat de sub control bilanţurile. Un fiasco tranzacţional în valoare de 7, 2 miliarde de dolari la Société Générale, anunţat pe 25 ianuarie 2008, a coincis cu punctul culminant al vânzărilor de pe bursa de valori şi cu reducerea extraordinară cu 75 de puncte din punctul nominal de dobândă al fondului federal cu opt zile

înainte de întâlnirea periodică programată, moment în care dobânda a fost redusă cu încă 50 de puncte, caz fără precedent.

Catastrofa s-a extins de la piaţa imobiliară rezidenţială la datorii pe cârdurile de credit, datorii auto, până la piaţa imobiliară industrială. Neplăcerile companiilor de asigurări cu o singură linie, care în mod obişnuit se specializau în obligaţiuni municipale, dar care se aventuraseră în produsele de asigurare structurate şi sintetice, au subminat piaţa de obligaţiuni municipale. O problemă şi mai mare rămasă nerezolvată se întrevede deja pe piaţa *swapurilor* pe risc de credit.

În ultimele decenii, Statele Unite au trecut prin câteva crize financiare majore, precum criza împrumuturilor internaţionale din anii 1980 şi criza economiilor şi a creditelor de la începutul anilor 1990. Dar criza actuală are un cu totul alt caracter. Ea s-a extins de la un segment al pieţei către celelalte, în special către cele ce angajează instrumente structurate şi sintetice nou create. Atât expunerea, cât şi baza de capital a principalelor instituţii financiare au fost aduse în discuţie, iar îndoielile vor rămâne cel mai probabil nerezolvate pentru o perioadă prelungită de timp. Acest lucru împiedică funcţionarea normală a sistemului financiar şi poate avea consecinţe enorme pentru economia reală.

Pieţele financiare împreună cu autorităţile financiare nu s-au grăbit să recunoască faptul că economia reală este în chip evident influenţabilă. Este foarte greu de înţeles de ce se întâmplă asta. Economia reală a fost stimulată de extinderea creditelor. De ce nu ar fi deci influenţată negativ de contracţia creditelor? Nu putem să trecem cu vederea ideea că atât autorităţile financiare, cât şi participanţii la piaţă au concepţii fundamental greşite privind felul în care funcţionează pieţele financiare. Aceste concepţii s-au manifestat nu numai prin eşecul de a înţelege ceea ce se întâmplă; ele au dat curs liber şi exceselor care se află la baza tulburărilor de pe piaţa actuală.

Voi demonstra faptul că sistemul financiar global a fost construit pe baza unor premise false. Această afirmaţie ar fi şocantă, dacă nu ar exista afirmaţia, şi mai şocantă, potrivit căreia concepţiile greşite caracterizează nu numai pieţele financiare, ci şi *toate* constructele umane.

În Partea I, voi descrie baza mea conceptuală în condiţiile în care funcţionarea pieţelor financiare poate fi înţeleasă. În Partea II, voi aplica această teorie asupra momentului prezent.

Partea I
PERSPECTIVA
Capitolul I IDEEA DE FOND

Ideea de la care pornesc este aceea că înţelegerea lumii în care trăim este în mod inerent imperfectă pentru că suntem o parte a ceea ce încercăm să înţelegem. Poate că există şi alţi factori care interferează cu capacitatea noastră de a acumula cunoştinţe asupra lumii naturale, dar un obstacol

formidabil în faţa înţelegerii stării omeneşti de fapt este tocmai faptul că facem parte din lume.

Oamenii dotaţi cu această înţelegere imperfectă interacţionează cu realitatea în două moduri — pe de o parte, ei încearcă să înţeleagă lumea în care trăiesc, ceea ce eu numesc funcţie cognitivă. Pe de altă parte, ei încearcă să aibă un impact asupra lumii şi să schimbe situaţia în avantajul lor. Obişnuiam să o numesc funcţie participatoare, dar din anumite motive consider că este mai potrivit să o denumesc funcţie manipulatoare.* Dacă cele două ar fi izolate, ele şi-ar servi scopul cu succes: înţelegerea participanţilor s-ar califica drept cunoaştere, iar acţiunile lor ar avea rezultatele dorite. Din acest motiv, este tentant să postulez ideea că cele două funcţii operează în fapt izolat una de cealaltă. Această presupunere a fost enunţată în teoria economică, dar nu este justificată, cu excepţia circumstanţelor excepţionale când participanţii fac eforturi suplimentare pentru a separa cele două funcţii. Acesta este poate cazul savanţilor din sfera ştiinţelor sociale, care sunt devotaţi trup şi suflet cunoaşterii; dar nu se aplică

*** Cercetătorii cognitivişti o numesc funcţia executivă. Pentru a o separa de raţionamentul teoretic, Aristotel o numea raţionament practic, echivalentul funcţiei cognitive.**

participanţilor la evenimentele pe care le studiază. Oamenii de ştiinţă, mai ales economiştii tind să ignore acest lucru, din motive pe care le voi explica mai târziu.

Atunci când ambele funcţii operează în acelaşi timp, ele pot interfera. Pentru ca funcţia cognitivă să producă cunoaştere, ea trebuie să trateze fenomenul social ca pe un dat independent; doar atunci fenomenele pot fi considerate drept fapte care să corespundă afirmaţiilor observatorului, în mod similar, deciziile trebuie bazate pe cunoaştere pentru a produce rezultatele dorite. Dar, atunci când ambele funcţii operează simultan, fenomenele nu constau doar în fapte, ci şi în intenţii şi aşteptări. Trecutul este singurul care poate fi determinat, dar viitorul este contingent la deciziile participanţilor. Prin urmare, participanţii nu îşi pot baza deciziile pe cunoaştere, pentru că se raportează nu doar la fapte prezente sau trecute, ci trebuie să ia în considerare şi contingenţele referitoare la viitor. Rolul pe care îl joacă intenţiile şi aşteptările în situaţiile sociale construieşte o legătură în dublu sens între gândirea participanţilor şi situaţia la care participă, ceea ce are un efect dăunător asupra amândurora: introduce un element de contingenţă sau de nesiguranţă în cursul evenimentelor şi împiedică viziunile participanţilor să se califice drept cunoaştere.

Pentru ca o funcţie să devină singura determinată, ea are nevoie de o variabilă independentă, care să determine valoarea variabilei dependente. In cadrul funcţiei cognitive, starea de fapt ar trebui să ia rolul variabilei

independente, iar viziunea participanţilor a celei dependente. În cadrul funcţiei manipulatorii, situaţia este inversă. În situaţiile reflexive, fiecare funcţie o privează pe cealaltă de variabila independentă de care ar avea nevoie pentru a produce nişte rezultate determinate. Am numit această interferenţă în dublu sens reflexivitate. Situaţiile reflexive sunt caracterizate de *lipsa unei corespondenţe* între viziunea participanţilor şi starea de fapt actuală. Să luăm exemplul bursei de acţiuni. Oamenii cumpără şi vând acţiuni, anticipând viitoarele preţuri la bursă, dar aceste preţuri nu sunt dependente de aşteptările investitorilor. Aşteptările nu se pot califica drept cunoaştere, iar în absenţa acesteia, participanţii trebuie să introducă un element de judecată sau o direcţie în procesul decizional. În consecinţă, rezultatele pot fi diferite de aşteptări.

Teoria economică a trecut prin multe schimbări până la eliminarea reflexivităţii din centrul ei. La început, economiştii clasici plecau de la premisa că participanţii la piaţă îşi bazează deckiile pe cunoaşterea perfectă: unul dintre postulatele pe care s-a construit teoria competiţiei perfecte era ideea că ea se bazează pe o cunoaştere perfectă. Pe baza acestor postulate, economiştii au descris curbele cererii şi ofertei şi au susţinut că acestea guvernau comportamentul participanţilor. Atunci când acest construct a fost atacat, ei s-au refugiat în spatele convenţiei metodologice. Lionel Robbins, care mi-a fost profesor la Şcoala de Ştiinţe Economice din Londra, susţinea că economia se interesează doar de raportul dintre cerere şi ofertă; studiul a ceea ce constituie cererea şi oferta excède scopul ei*. Considerând cererea şi oferta ca nişte date independente, el a eliminat posibilitatea existenţei unei interconexiuni între cele două. Această abordare a fost dusă la extrem în teoria aşteptărilor raţionale, care a contribuit la concluzia că viitoarele preţuri pe piaţă pot fi determinate independent şi că nu sunt dependente de percepţiile eronate sau nesigure care predomină printre participanţii la piaţă.

Consider că teoria aşteptărilor raţionale interpretează total greşit felul în care operează pieţele financiare. Deşi teoria aşteptărilor raţionale nu mai este luată în serios în afara cercurilor academice, ideea că pieţele financiare se autocorectează şi tind spre echilibru rămâne paradigma dominantă pe care se bazează diferitele instrumente sintetice şi modele de evaluare, care au început să joace un rol atât de important. Susţin că paradigma este falsă şi că trebuie înlocuită urgent.

Adevărul este că participanţii nu îşi pot baza deciziile pe cunoaştere. Legătura reflexivă în dublu sens între funcţia cognitivă şi cea manipulatoare introduce un element de nesiguranţă în ambele funcţii, ceea ce se aplică atât participanţilor la piaţă, cât şi autorităţilor financiare care reglementează politica macroeconomică şi care ar trebui să supravegheze pieţele. Membrii ambelor grupuri acţionează pe baza unei înţelegeri imperfecte a situaţiei la

care participă. Elementul de incertitudine, inerent legăturii reflexive dintre funcţia manipulatoare şi cea cognitivă nu poate fi eliminat; dar înţelegerea noastră şi capacitatea de a face faţă situaţiei ar fi mult îmbunătăţite odată cu recunoaşterea acestui fapt.

Ajung astfel la ideea centrală a schemei mele conceptuale: susţin că evenimentele sociale au altă structură decât fenomenele naturale. În cazul fenomenelor naturale, există un lanţ cauzal care leagă un set de activităţi de următorul set. Cursul evenimentelor este mult mai complicat în viaţa noastră socială. Nu sunt implicate doar fapte, ci şi viziunile participanţilor,

*** Lionel Robbins,** *An Essay on the Nature and Significance of Economie Science* **(London: Macmillan, 1932).**

iar interacţiunea dintre ele intră într-un lanţ cauzal. Există o legătură în dublu sens între faptele şi opiniile care prevalează la un moment dat în timp: pe de-o parte, participanţii încearcă să înţeleagă situaţia (care include atât fapte, cât şi opinii), pe de alta încearcă să influenţeze situaţia (care înseamnă iarăşi atât fapte, cât şi opinii). Interferenţa dintre funcţia cognitivă şi manipulatoare afectează lanţul cauzal, astfel că el nu mai duce direct de la un set de acţiuni la altul, ci reflectă viziunile participanţilor. Cum acestea din urmă nu corespund faptelor, se introduce în cursul evenimentelor un element de incertitudine, absent în fenomenele naturale. Acesta afectează atât faptele, cât şi viziunile participanţilor.

Fenomenele naturale nu sunt în mod necesar determinate de legi ştiinţifice sau de valabilitatea universală. De exemplu, principiul incertitudinii al lui Heisenberg nu determină comportamentul particulelor sau al cuantelor, ci doar susţine că acest comportament nu poate fi determinat. Există un principiu al incertitudinii similar care funcţionează în evenimentele sociale.

Eu explic acest element de incertitudine, inerent manifestărilor sociale, bazându-mă pe corespondenţa dintre teoria adevărului şi conceptul de reflexivitate. Reflexivitatea a fost folosită în logică pentru a defini relaţia pe care un obiect o are cu sine. Eu o utilizez într-un sens diferit, pentru a descrie legătura în dublu sens dintre gândirea participanţilor şi situaţia la care participă.

Cunoaşterea este reprezentată de afirmaţii adevărate. O afirmaţie este adevărată dacă şi numai dacă corespunde faptelor. Aşa ne învaţă teoria adevărului-corespondenţă. Pentru a stabili legătura între fapte şi afirmaţiile care se referă la ele, cele două trebuie să fie independente una de cealaltă. Dar aceasta este tocmai cerinţa care nu poate fi îndeplinită atât timp cât suntem o parte a lumii pe care încercăm să o înţelegem, motivul pentru care participanţii nu îşi pot baza deciziile pe cunoaştere. Ceea ce le lipseşte în cunoaştere trebuie suplinit prin munca de intuiţie, bazată pe experienţă, instinct, emoţie,

ritual sau alte prejudecăţi. Tocmai aceste viziuni nesigure şi presupoziţii introduc elementul de incertitudine în cursul evenimentelor.

Toate acestea pot fi explicate. Nedumerirea mea vine din faptul că acest concept al reflexivităţii nu a fost general recunoscut. În cazul pieţelor financiare, cunosc răspunsul: reflexivitatea îi împiedică pe economişti să producă teorii care ar explica şi ar prezice comportamentul pieţelor financiare, în acelaşi mod în care oamenii de ştiinţă*explică şi prevăd fenomenele naturale. Pentru a stabili şi a proteja statutul ştiinţific al economiei, economiştii au făcut demersuri pentru a elimina reflexivitatea din domeniul lor de interes. Voi argumenta că, din moment ce manifestările sociale au altă structură decât fenomenele naturale, a fost o greşeală modelarea economiei după fizica newtoniană.

Atunci când vine vorba de alte domenii ale realităţii, nu mă aflu pe un teren la fel de sigur, pentru că nu am o fundaţie filozofică suficient de solidă. Impresia mea este că filozofii au tratat problema reflexivităţii în diverse feluri. Aristotel de exemplu, a făcut distincţia între motivul teoretic (funcţia cognitivă) şi cel practic (funcţia manipulatoare). Fiind totuşi filozofi, ei au fost confiscaţi de funcţia cognitivă şi nu au acordat suficientă atenţie celei manipulatorii.

Filozofii au recunoscut şi explorat incertitudinea cognitivă privitor la afirmaţiile auto-referenţiale. Problema a fost exprimată prima oară de către filozofid cretan Epimenide, când a afirmat că locuitorii Cretei mint mereu. Paradoxul mincinosului 1-a făcut mai târziu pe Bertrand Russell să distingă între afirmaţii autoreferenţiale şi cele nonreferenţiale. Filozofii analitici au studiat de asemenea problemele asociate cu actul discursiv, afirmaţiile care au un impact asupra situaţiei la care se referă, dar interesul lor era concentrat mai ales pe aspectul cognitiv al problemei. Faptul că manifestările sociale au altă structură decât fenomenele naturale nu a câştigat recunoaşterea meritată. Dimpotrivă, Karl Popper, care a fost una dintre sursele mele majore de inspiraţie, a susţinut doctrina metodei unice, adică faptul că aceleaşi metode şi criterii pot fi aplicate în studiul manifestărilor naturale şi al celor sociale. Desigur, acesta nu este singurul punct de vedere, dar el reprezintă viziunea dominantă printre oamenii din aria ştiinţelor sociale, care aspiră să aibă acelaşi statut ca şi savanţii naturalisa. Nu este cazul tuturor — antropologii şi majoritatea sociologilor nici măcar nu încearcă să imite ştiinţele naturale, dar ei au mai puţină influenţă decât cei care încearcă acest lucru.

Teoria reflexivităţii încearcă să facă lumină în relaţia dintre gândire şi realitate. Ea se aplică doar unui segment relativ îngust al realităţi. În sfera fenomenelor naturale, evenimentele apar independent de ceea ce se crede; astfel, ştiinţele naturii pot explica şi prezice cursul evenimentelor suficient de precis. Reflexivitatea este un atribut al fenomenelor sociale, mai exact al

situaţiilor în care participanţii nu îşi pot baza deciziile pe cunoaştere — şi creează ştiinţelor sociale, dificultăţi de care sunt scutite fenomenele naturale.

Relexivitatea poate fi interpretată ca o circularitate sau ca o buclă în dublu sens, între viziunile participanţilor şi starea reală de fapt. Oamenii îşi bazează deciziile nu atât pe situaţia cu care se confruntă, cât pe percepţiile şi pe interpretările situaţiei. Deciziile lor au un impact asupra situaţiei (funcţia manipulatoare), iar schimbările în situaţie le pot schimba la rândul lor percepţiile (funcţia cognitivă). Cele două operează concurenţial, nu secvenţial. Dacă reacţia ar fi secvenţială, ea ar produce o secvenţă unic determinată care ar implica noi fapte şi noi percepţii şi aşa mai departe. Faptul că cele două procese apar simultan creează o indeterminare a percepţiilor participanţilor şi a cursului evenimentelor. Acest mod de a privi reflexivitatea va fi folositor, după cum vom vedea, mai ales în înţelegerea comportamentului pieţelor financiare. Fie că vorbim de ciclicitate sau de un mecanism de feedback, diferenţa este doar una de interpretare, dar interacţiunea dublă este una reală. Ciclicitatea nu este o eroare de interpretare, ci dimpotrivă, negarea ei ar fi o eroare, iar teoria reflexivităţii încearcă tocmai corectarea acestei greşeli.

Dificultăţile întrevăzute în ştiinţele sociale sunt reflecţii vagi asupra situaţiei extrem de dificile în care se găsesc participanţii de pe piaţă. Ei pot afecta cursul evenimentelor — viitorul este influenţat de deciziile lor — dar nu îşi pot baza deciziile pe cunoaştere. Sunt obligaţi să îşi formeze o viziune asupra lumii, dar aceasta poate să nu corespundă stării de fapt. Fie că recunosc sau nu, trebuie să acţioneze pe baza unor credinţe care nu îşi au rădăcinile în realitate. Interpretările greşite ale realităţii şi alte prejudecăţi joacă un rol mult mai important în determinarea cursului evenimentelor decât se recunoaşte. Acesta este principalul avantaj oferit de teoria reflexivităţii. Criza financiară curentă va servi drept exemplu pentru a vă convinge.

Înainte de a expune mai în detaliu teoria, cred că ar fi de ajutor să pregătesc terenul reluând povestea felului în care am dezvoltat teoria de-a lungul anilor. După cum cititorii vor putea observa, ea rezultă din experienţa mea personală. Am învăţat de la o vârstă fragedă că ideologiile bazate pe premise false se pot transforma în realitate şi că sunt momente în care regulile obişnuite nu se aplică, iar anormalul devine normal.

Capitolul 2
AUTOBIOGRAFIA UNUI FILOZOF RATAT

Am fost dintotdeauna interesat de filozofie. De la o vârstă fragedă, am vrut să ştiu cine sunt, în ce lume m-am născut, care este sensul vieţii mele şi, mai mult, odată ce am devenit conştient de ea, care este perspectiva morţii mele. Am început să citesc filozofie clasică în adolescenţă, dar perioada cea mai importantă a fost cea din timpul ocupaţiei naziste a Ungariei din 1944 şi ulterior, atunci când am emigrat în Anglia în 1947.

Anul 1944 a reprezentat experienţa formatoare a vieţii mele. Nu o voi detalia, pentru că tatăl meu a făcut deja o relatare mult mai bună decât aş putea-o face eu. Imaginaţi-vă un copil de paisprezece ani, venind din clasa mijlocie, confruntat dintr-o dată cu ideea de a fi deportat şi ucis doar pentru că este evreu. Din fericire, tatăl meu era pregătit pentru această experienţă dezechilibrantă. Supravieţuise Revoluţiei Ruse în Siberia, iar aceasta fusese experienţa formatoare a vieţii sale. Până atunci, fusese un tânăr ambiţios. Când a izbucnit Primul Război Mondial, s-a înscris voluntar în armata Austro-Ungară. A fost capturat de ruşi şi luat prizonier de război în Siberia. Ambiţios fiind, a devenit redactorul unui ziar conceput de prizonieri, numit *Scândura,* pentru că articolele scrise de mână erau postate pe o scândură; autorii se ascundeau în spatele acesteia şi ascultau comentariile cititorilor. Tatăl meu a devenit atât de popular încât a fost ales reprezentantul prizonierilor. Atunci când nişte soldaţi au evadat din lagărul alăturat, reprezentantul prizonierilor a fost împuşcat ca o măsură de descurajare. În loc să aştepte o întâmplare similară în lagărul său, tatăl meu a organizat un grup şi a condus evadarea. Planul său era să construiască o plută şi să navigheze spre ocean, dar cunoştinţele sale de geografie erau sumare; nu ştia că toate râurile siberiene se varsă în Oceanul Arctic. El şi ceilalţi evadaţi au plutit în derivă timp de câteva săptămâni, înainte să realizeze că se îndreptau spre Oceanul Arctic. Astfel au avut nevoie de câteva luni pentru a se întoarce la civilizaţie, străbătând taigaua. Între timp a izbucnit Revoluţia Rusă şi au fost prinşi în mijlocul ei. După multe aventuri, tatăl meu a reuşit să se întoarcă în Ungaria; dacă ar fi rămas în lagăr, s-ar fi întors mult mai repede.

Tatăl meu s-a întors un om schimbat, experienţele din timpul Revoluţiei Ruse îl afectaseră profund. Îşi pierduse ambiţia şi nu mai vroia nimic de la viaţă decât să se bucure de ea. A inoculat copiilor săi valori foarte diferite de cele ale mediului în care trăiam. Nu dorea să strângă avere sau să devină un personaj important pe scena socială. Dimpotrivă, lucra doar atât cât era necesar pentru a ajunge la ceea ce îşi propusese, îmi aduc aminte felul în care m-a trimis la clientul său principal ca să împrumut nişte bani înainte să plecăm într-o vacanţă la schi; tatăl meu a fost mohorât câteva săptămâni după aceea, pentru că trebuia să înapoieze banii. Deşi aveam o situaţie relativ prosperă, nu ne comparam cu o familie burgheză obişnuită şi eram mândri că suntem diferiţi.

Când germanii au ocupat Ungaria pe 19 martie 1944, tatăl meu a înţeles că trăieşte vremuri neobişnuite şi că regulile normale nu se pot aplica. A obţinut o identitate falsă pentru membrii familiei şi alţi câţiva oameni. Clienţii plăteau, alţii primeau ajutor gratis şi, astfel, mulţi dintre ei au supravieţuit evenimentelor.

Viaţa sub o falsă identitate s-a dovedit a fi o experienţă antrenantă pentru mine. Ne confruntam cu pericolul morţii, iar oamenii se prăpădeau în

jurul nostru, dar noi am reuşit nu numai să supravieţuim, ci şi să ieşim victorioşi, pentru că am reuşit să ajutăm pe mulţi alţii. Eram de partea îngerilor şi triumfam împotriva sorţii neprielnice. Eram conştient de pericole, dar nu credeam că pot fi atins. Era o adevărată aventură, parcă trăiam pe *Arca Pierdută.* Ce ar putea să ceară mai mult un copil de paisprezece ani?

După aventurile ameţitoare din timpul persecuţiei naziste, viaţa a început să-şi piardă farmecul în timpul ocupaţiei sovietice. La început, aventurile au continuat şi am reuşit cu succes să trecem de situaţiile periculoase. Consulatul Elveţiei 1-a angajat pe tatăl meu sa fie agentul de legătură cu forţele de ocupaţie sovietice. Elveţienii acţionau atunci în concordanţă cu interesele Aliaţilor, deci acesta era un post cheie. Atunci când Forţele Aliate şi-au înfiinţat propriile birouri şi şi-au adus reprezentanţii, tatăl meu s-a retras, simţind că lucrul în slujba Aliaţilor îl expunea prea mult. A fost o decizie înţeleaptă, întrucât a evitat persecuţiile de mai târziu. Dar situaţia devenise neplăcută şi oprimantă pentru un tânăr care se obişnuise cu aventura. Mă gândeam, de asemenea, că este nesănătos ca un tânăr de cincisprezece ani să gândească la fel ca tatăl lui de cincizeci de ani. I-am spus tatălui meu că vreau să plec. „Unde vrei să te duci?", m-a întrebat. „La Moscova, ca să aflu mai multe despre comunism, sau la Londra, din cauza BBC-ului", am răspuns. „Cunosc Uniunea Sovietică îndeaproape şi îţi pot spune totul despre ea", a spus tatăl meu. A rămas Londra. Nu era uşor să ajungi acolo, dar am reuşit în septembrie 1947.

Viaţa în Londra a reprezentat un declin — nu avem bani sau prieteni; după viaţa mea aventuroasă eram plin de mine, dar londonezii nu erau interesaţi. Eram un intrus şi am descoperit singurătatea. A existat şi un moment în care am rămas fără bani. Mâneam o gustare la Lyons Corner House şi după ce am achitat nota, am rămas fără nici un ban. „Am atins pragul de jos", mi-am zis, „şi de acum trebuie să mă ridic. Aceasta va fi o experienţă valoroasă". De atunci, am făcut în aşa fel încât să nu mai ating pragul de jos niciodată.

Am citit şi am meditat mult pe vremea cât am lucrat ca intendent de piscină în Brentford, aşteptând să intru la Şcoala de Ştiinţe Economice din Londra (LSE). Una dintre cărţile pe care le-am citit a fost *Societatea deschisa şi duşmanii ei* a lui Karl Popper. Această carte m-a năucit prin forţa revelaţiei sale. Popper argumenta că ideologiile naziste şi comuniste au ceva în comun — ambele susţin că se află în posesia adevărului absolut. Cum adevărul absolut nu poate fi atins prin puterile omului, ambele ideologii trebuie să fie bazate pe nişte interpretări distorsionate şi incerte ale realităţii; în consecinţă, nu puteau fi impuse societăţii decât prin metode represive. El a juxtapus un principiu diferit al organizării sociale, bazat pe recunoaşterea faptului că adevărul absolut nu poate fi atins şi că avem nevoie de instituţii care să vegheze ca oamenii cu păreri şi interese diferite să trăiască laolaltă în pace. A numit acest

principiu societatea deschisă. Tocmai ieşit de sub dominaţia germană şi sovietică, am devenit un adept înflăcărat al idealului unei societăţi deschise.

Şi astfel am început să sondez mai în adâncime filozofia lui Popper. Popper este în primul rând un filozof al ştiinţei. El susţinea că teoriile ştiinţifice nu pot fi verificate; ele trebuie considerate ipoteze care se pot dovedi false, iar atât timp cât nu se dovedesc false, pot fi acceptate ca potenţial adevărate. Asimetria dintre verificare şi falsificare oferă o soluţie a problemei inducţiei, altminteri de nerezolvat: cum poate fi folosit un număr de observaţii simple pentru a verifica o teorie care se consideră universal valabilă? înlocuirea verificării cu falsificarea elimină nevoia de a folosi logica inductivă. Consider că aceasta este cea mai mare contribuţie a lui Popper la filozofia ştiinţifică.

Am fost influenţat de filozofia lui Popper, dar bineînţeles că am citit şi alte cărţi şi nu am acceptat poziţiile lui Popper fără să le privesc critic. Nu eram de acord mai ales cu ceea ce el numea doctrina metodei unice — care postula că aceleaşi metode şi criterii se aplică atât ştiinţelor naturale, cât şi celor sociale. Continui să afirm că există o diferenţă fundamentală între cele două, mai ales cu privire la faptul că ştiinţele sociale au de a face cu evenimente la care iau parte participanţi raţionali. Aceşti participanţi îşi bazează deciziile pe înţelegerea lor imperfectă. Incertitudinea lor creează dificultăţi în înţelegerea situaţiilor sociale, absente în cazul fenomenelor naturale. Din acest motiv, ştiinţele sociale trebuie să folosească metode şi standarde întrucâtva diferite de ştiinţele naturale. Nu se poate trage o linie clară de demarcaţie între cele două — de exemplu, nu poţi şti pe ce parte se plasează psihologia evoluţionistă sau medicina. Totuşi, după cum am explicat în capitolul anterior, diferenţa dintre fenomenele sociale şi naturale joacă un rol cheie în viziunea mea asupra lumii.

Filozofia mea a evoluat de-a lungul anilor, dar am început să o schiţez pe când eram student la LSE şi studiam teoria economică. Nu eram foarte bun la matematică şi asta m-a făcut să pun sub semnul întrebării presupoziţiile pe care se bazau modelele matematice folosite în economie. Teoria competiţiei perfecte presupunea cunoaşterea perfectă, iar această presupunere se afla în conflict clar cu afirmaţia lui Popper potrivit căreia înţelegerea noastră este cu necesitate imperfectă. Pe măsură ce s-a dezvoltat, teoria economică a fost forţată să abandoneze ipoteza cunoaşterii perfecte, dar a înlocuit-o cu altele care dădeau voie teoriei economice să producă nişte generalizări universal valabile, comparabile cu cele ale lui Isaac Newton din fizică. Presupunerile au devenit din ce în ce mai întortocheate şi au dat naştere unei lumi imaginare care reflecta doar anumite aspecte ale realităţii, dar nu şi pe celelalte. Aceasta era lumea modelelor matematice, descriind un echilibru de piaţă aproximativ. Eu eram mult mai interesat de lumea reală decât de modelele matematice, iar asta m-a condus spre dezvoltarea conceptului reflexivităţii.

Teoria reflexivităţii nu produce rezultate determinate comparabile cu cele din fizica newtoniană; mai degrabă identifică un element de nedeterminare inerent situaţiilor în care participanţii operează pe baza unei înţelegeri imperfecte. În locul unei tendinţe universale către echilibru, pieţele financiare urmează un curs unidirecţionat specific. Pot exista modele care tind să se repete, dar cursul propriu-zis este nedeterminat şi unic. Aşadar, teoria reflexivităţii constituie o teorie a istoriei. Teoria nu se califică totuşi din punct de vedere empatic drept ştiinţifică, pentru că nu oferă explicaţii şi predicţii determinate. Este mai degrabă o schemă conceptuală pentru înţelegerea evenimentelor la care participă oameni. Ea mi-a servit mai târziu, atunci când am devenit un participant la piaţă. Ulterior, când succesul pe care îl aveam pe pieţele financiare mi-a dat voie să înfiinţez o fundaţie, teoria istoriei m-a ghidat în actele filantropice.

Explorările mele filozofice nu m-au ajutat mult ca student. De abia îmi treceam examenele. Aş fi preferat să stau între pereţii protectori ai academiei — aveam chiar varianta unei cariere ca preparator la Universitatea Michigan din Kalamazoo, dar notele mele nu erau suficient de bune, astfel încât am fost forţat să intru în lumea reală. După câteva încercări nereuşite, am ajuns să lucrez ca speculator în transferul de mărfuri de pe o piaţă pe alta, mai întâi în Londra, apoi în New York.* La început a trebuit să uit tot ceea ce învăţasem ca student pentru a-mi păstra locul de muncă, dar într-un final educaţia mi-a fost de folos. Puteam să aplic teoria reflexivităţii de exemplu pentru a stabili un scenariu de dezechilibru sau un model creştere-declin pentru pieţele financiare. Recompensa a venit atunci când pieţele au intrat pe un teritoriu pe care îl numeam departe-de-echilibru, atunci când modelele de echilibru universal acceptate s-au prăbuşit. M-am specializat în detectarea situaţiilor de dezechilibru. Aşa am ajuns să-mi public prima carte, *Alchimia finanţelor* (1987), în care mi-am explicat abordarea. Am numit-o alchimie pentru a sublinia faptul că teoria mea nu răspunde cerinţelor dominante ale metodei ştiinţifice.

În ce măsură succesul meu s-a datorat filozofiei mele este o întrebare pertinentă, mai ales că o trăsătură dominantă a teoriei este aceea că nu acceptă predicţii ferme. A deţine un fond de *hedging* implică un exerciţiu constant de judecată într-un mediu riscant, ceea ce poate fi foarte stresant. Sufeream de dureri de spate şi de alte indispoziţii psihosomatice şi am

*** în transferul mărfurilor, specula se ocupă de exploatarea discrepanţelor de preţ dintre pieţele interconectate. Discrepanţele pot apărea între locuri diferite, precum Tokyo şi Johannesburg faţă de New York, sau între titluri diferite, precum asigurări sau garanţii faţă de acţiuni obişnuite.**

obţinut la fel de multe semnale folositoare de la dureri ca de la teorie. Totuşi am dat mare importanţă filozofiei mele şi mai ales teoriei reflexivităţii.

De fapt am considerat-o atât de semnificativă şi am preţuit-o atât de mult, încât mi-a fost foarte greu să renunţ la ea, aşternând-o pe hârtie şi publicând-o; nici o formulare nu mi se părea suficient de bună.

Să-mi exprim ideile în câteva propoziţii, aşa cum am făcut aici, părea un sacrilegiu, astfel încât textul trebuia să fie o carte. Pe măsură ce lucram, argumentele deveneau din ce în ce mai întortocheate până când ajunsesem la un punct în care nu mai înţelegeam ce scrisesem cu o noapte înainte. Aşa cum am mai spus adesea, acesta a fost momentul în care am renunţat la explorările filozofice, m-am întors în lume şi am început să produc bani cu convingere. Dar şi perioada aceasta are dezavantajele ei. Când m-am întors la investigaţiile filozofice şi am publicat rezultatele în *Alchimia finanţelor,* partea filozofică a fost respinsă de mulţi critici ca fiind autoindulgenţa unui speculator de succes. Aşa am ajuns să mă consider un filozof ratat. Totuşi, am continuat să încerc. Odată am ţinut o conferinţă la Universitatea din Viena cu titlul „Un filozof ratat mai încearcă o dată". M-am găsit într-o sală mare, privind în jos spre audienţă, de la o catedră ce se înălţa deasupra auditoriului. Cadrul m-a inspirat să fac o afirmaţie în afara subiectului conferinţei şi, în avântul momentului am enunţat doctrina failibilităţii. A fost cea mai bună parte a conferinţei.

Câteva dintre dificultăţile ce apăreau în formularea ideilor erau inerente conceptelor de infailibilitate şi reflexivitate; altele derivau din ele. In retrospectivă, e clar că nu eram suficient de precis în formulări şi că aveam tendinţa de a exagera. Prin urmare, profesionişti pe care îi provocasem puteau să îmi respingă sau să ignore argumentele mele pe motive tehnice, fără să le dea cu adevărat atenţie. In acelaşi timp, câţiva cititori puteau să privească dincolo de retorica defectuoasă şi să aprecieze ideile ascunse în spatele ei. Aceasta s-a întâmplat mai ales cu cei angajaţi pe pieţele financiare, unde succesul meu demonstrat îi făcea să caute motivul din spatele lui, iar obscuritatea formulărilor mele s-a alăturat fascinaţiei lor. Editorul meu a anticipat asta şi a întârziat editarea manuscrisului meu; vroia ca această carte să fie obiectul unui cult. Până în ziua de azi, *Alchimia finanţelor* este citită de participanţii la piaţă, este predată în şcolile de afaceri, dar total ignorată în departamentele economice.

Din păcate, ideea că aş fi fost un filozof ratat a început să fie acceptată de cei care au scris despre mine, incluzându-1 pe biograful meu, Michael Kaufman. El îl citează pe fiul meu Robert:

„Tatăl meu ia loc şi vă spune de ce face asta sau asta. Dar îmi aduc aminte când, copil fiind, vedeam toate astea şi gândeam, Doamne Dumnezeule, cel puţin jumătate din ce face sunt tâmpenii. Mă refer aici la faptul că îşi schimbă poziţia pe piaţă dacă începe să îl doară spatele. N-are nimic de a face cu motivul ăsta. De fapt, intră într-un spasm şi ăsta e pentru el semnalul de alarmă.

Dacă stai mult pe lângă el, realizezi că este într-o mare măsură condus de temperament. Dar încearcă întotdeauna să explice raţional care sunt emoţiile prin care trece. Şi trăieşte mereu într-o stare nu chiar de negare, dar de raţionalizare a stării sale emoţionale. Şi e foarte amuzant"*.

Îmi ţineam pentru mine îndoielile. Deşi îmi luam filozofia în serios, nu eram deloc sigur că ceea ce spuneam merita să fie luat în serios de ceilalţi. Ştiam că este semnificativ pentru mine în mod subiectiv, dar eram nesigur de valoarea sa obiectivă pentru ceilalţi. Teoria reflexivităţii tratează un subiect — relaţia dintre gândire şi realitate — pe care filozofii îl discută de secole. Era posibil să spui ceva nou şi original despre el? Până la urmă, atât funcţia cognitivă, cât şi cea participatoare puteau fi observate în viaţa reală; ce anume era aşa original în conceptul reflexivităţii? în mod sigur fusese enunţată sub alte nume. Faptul că nu sunt un expert în literatură făcea mai dificil să trag o concluzie fermă. Dar vroiam cu disperare să fiu luat în serios ca filozof şi tocmai această ambiţie s-a transformat în cel mai mare obstacol pentru mine. Mă simţeam obligat să îmi explic filozofia pentru că simţeam că nu sunt bine înţeles. Toate cărţile mele urmăreau acelaşi model. Recitau teoria istoriei — de obicei la sfârşit, pentru a nu descuraja cititorii — şi aplicau teoria momentului prezent. Odată cu trecerea timpului, mi-am depăşit îndoielile legate de conceptul reflexivităţii, iar versiunile de compendiu ale filozofiei mele au devenit din ce în ce mai scurte şi, sper eu, mai clare. În ultima mea carte, *Epoca failibilităţii,* filozofia a trecut în faţă. M-am hotărât să fie ultima ei prezentare, la bine şi la rău, deşi încă nu eram sigur dacă merita să fie luată în serios.

Şi apoi s-a întâmplat ceva care m-a făcut să mă răzgândesc. Încercam să răspund întrebării dacă tehnicile de propagandă descrise de Orwell în *1984* ar fi avut succes în America de azi. Până la urmă, în *1984,* Big Brother

*** citat în Michael Kaufman,** *Soros: Viaţa şi momentul unui miliardar mesianic* **(New York: Alfred A.Knopf, 2002), 140.**

te supraveghea; exista un Minister al Adevărului şi un aparat de represiune care avea grijă de dizidenţi. În America, există libertatea de opinie şi o presă pluralistă. Şi totuşi, administraţia Bush a reuşit să inducă oamenii în eroare folosind „noul limbaj" orwellian. Deodată mi-am dat seama că reflexivitatea poate să aducă lumină asupra chestiunii. Până atunci credeam cu tărie că limbajul orwellian nu poate prevala decât într-o societate închisă precum cea din *1984.* Crezând asta, nu făceam decât să urmez servil argumentele lui Karl Popper care pledau pentru o societate deschisă, mai ales faptul că libertatea în gândire şi expresie ar fi răspunzătoare pentru o mai bună înţelegere a realităţii. Argumentele lui se sprijineau pe presupoziţia tacită potrivit căreia discursul politic ţinteşte spre o mai bună înţelegere a realităţii. Dar conceptul reflexivităţii susţine că există o funcţie manipulatoare (sau

participatoare) şi că discursul politic poate fi folosit cu succes pentru a manipula realitatea. De ce ar acorda, deci, politicienii preferinţă funcţiei cognitive mai degrabă decât celei.manipulatorii? Aceasta ar fi normal pentru o persoană din sfera ştiinţelor sociale, al cărei scop este cunoaşterea, dar nu pentru un politician al cărui scop principal este să fie ales, pentru a deţine puterea.

Această idee m-a forţat să reexaminez conceptul societăţii deschise, pe care îl adoptasem de la Karl Popper fără o privire critică, dar m-a convins de asemenea că baza mea conceptuală avea o valoare obiectivă care depăşea simpla mea înclinaţie personală. Conceptele de reflexivitate şi failibilitate aduc o contribuţie importantă la înţelegerea noastră, nu pentru că ar fi ceva nou şi original prin ele însele, ci pentru că pot fi folosite în identificarea şi combaterea unor idei greşite, dar influente şi de largă răspândire. Una dintre acestea din urmă este ceea ce eu numesc aberaţia iluministă, care susţine că scopul raţiunii este de a produce cunoaştere. O numesc aberaţie pentru că ignoră funcţia manipulatoare. Cât de adânc înrădăcinată este tradiţia iluministă, am văzut în propria mea experienţă. Îmbrăţişând conceptul societăţii deschise m-am alăturat aberaţiei iluministe, deşi prin dezvoltarea conceptului reflexivităţii afirmam importanţa funcţiei manipulatorii.

Această concluzie lăsa deoparte îndoielile pe care le aveam cu privire la valoarea obiectivă a filozofiei mele. Apoi a venit criza financiară, care a făcut prăpăd în sistemul financiar şi care ameninţă să înghită economia. Este o demonstraţie intensă a cât de multe pagube pot cauza nişte concepţii greşite. Teoria reflexivităţii oferă o alternativă autentică la actuala paradigmă dominantă. Dacă teoria reflexivităţii este validă, credinţa că pieţele financiare tind spre echilibru este falsă, şi invers.

Acum sunt gata să îmi aduc baza conceptuală în faţa opiniei publice, cu convingerea fermă că ea merită atenţie. Sunt conştient de deficienţele din prezentările anterioare, pe care sper să le depăşesc, şi cred că efortul cititorului de a înţelege filozofia mea va fi răsplătit. Nu mai are rost să spun cât de fericit mă face acest lucru. Am avut noroc să adun mulţi bani, pe care i-am cheltuit într-un mod potrivit. Dar mi-am dorit dintotdeauna să fiu un filozof şi poate într-un final am devenit unul. Ce poţi să ceri mai mult de la viaţă?

Capitolul 3
TEORIA REFLEXIVITĂŢII

Cititorii vor găsi acest capitol întrucâtva repetitiv şi greoi. Cei care sunt interesaţi doar de pieţele financiare pot să treacă peste el şi să se întoarcă doar după ce au fost convinşi de modul în care am interpretat situaţia actuală. Din punctul de vedere al autorului el rămâne indispensabil— mai important chiar decât interpretarea corectă a crizei financiare. Idei precum failibilitate radicală, aberaţii fertile, aberaţia iluministă şi aberaţia postmodernă sunt

folositoare în înţelegerea situaţiei curente şi se regăsesc în argumentele din Partea a II-a.

FAILIBILITATEA

Odată ce stabilit semnificaţia bazei conceptuale, pot insista asupra unora dintre complicaţiile pe care le-am trecut cu vederea în prezentarea sumarului. Am lucrat la această filozofie pe parcursul anilor şi voi trece în revistă dificultăţile pe care le-am întâmpinat şi concluziile la care am ajuns.

Nu am insistat suficient asupra relaţiei dintre failibilitate şi reflexivitate. Oamenii sunt participanţi, nu doar observatori şi cunoştinţele pe care le pot acumula nu sunt suficiente pentru a-i ghida în acţiunile pe care le jg întreprind. Ei nu îşi pot baza deciziile doar pe cunoaştere. Aceasta este ideea pe care cuvântul „failibilitate" o exprimă. Fără failibilitate nu ar exista reflexivitate — dacă oamenii şi-ar putea baza'deciziile doar pe cunoaştere, elementul de incertitudine ce caracterizează situaţiile reflexive ar fi înlăturat

— dar failibilitatea nu este doar un atribut al situaţiilor reflexive. Altfel spus, failibilitatea este o condiţie generală, iar reflexivitatea un caz particular.

Înţelegerea oamenilor este în chip evident imperfectă, pentru că ei fac parte din realitate, iar o parte nu poate înţelege pe deplin întregul. Numind înţelegerea noastră imperfectă, vreau să spun că ea este incompletă şi chiar distorsionată într-un mod care nu poate fi definit în mod precis. Creierul omenesc nu poate percepe realitatea în mod direct, ci doar prin informaţia care derivă din ea. Capacitatea creierului uman de a procesa informaţia este limitată, pe când cantitatea de informaţie care trebuie procesată este practic infinită. Mintea este obligată să reducă informaţia disponibilă la proporţii uşor de mânuit, folosind diferite tehnici — generalizări, comparaţii, metafore, obiceiuri, ritualuri şi alte rutine. Aceste tehnici distorsio-nează informaţia propriu-zisă, dar prind existenţă proprie, complicând şi mai mult realitatea şi sarcina de a o înţelege.

Cunoaşterea cere separarea gândurilor de obiectul lor — faptele trebuie să fie independente de afirmaţiile care se referă la ele — iar această separare este greu de înfăptuit atunci când faci parte din ceea ce încerci să înţelegi. Trebuie să treci în poziţia unui observator detaşat, iar mintea umană a făcut minuni pentru a încerca să atingă această poziţie, dar în final ea nu poate depăşi faptul că face parte din situaţia pe care încearcă să o înţeleagă.

De când am început să dezvolt baza mea conceptuală, cu peste cincizeci de ani în urmă, ştiinţa cognitivă a progresat mult în efortul ei de explicare a modului în care funcţionează creierul uman. Vreau să amintesc aici câteva ipoteze, pentru că sunt utile în înţelegerea failibilităţii. Una ar fi aceea că un adaos relativ recent al creierului uman este noţiunea de conştiinţă, suprapusă pe creierul animal, în opinia lui George Lakoff. O alta este aceea că raţiunea şi emoţia sunt inseparabile, după cum apare în lucrarea lui Antonio Damasio.

Aceste caracteristici se reflectă în limbajul pe care îl folosim. Multe dintre cele mai folosite metafore au legătură cu activităţile de bază — vedere şi deplasare — ale animalelor, care poartă cu sine o conotaţie emoţională. Sus şi în faţă sunt bune, jos şi înapoi sunt rele, curat şi luminos sunt bune, murdar şi întunecos sunt rele. Limbajul obişnuit oferă o viziune foarte inexactă şi emoţională asupra lumii, dar el are un talent neobişnuit de a recunoaşte caracteristicile necesare pentru o decizie de moment. Logica şi matematica sunt mult mai precise şi mai obiective, dar la nivel cotidian ele pot fi folosite doar în chip limitat. Ele descompun complexitatea realităţii cu care oamenii trebuie să se descurce în cursul vieţii lor.

REFLEXIVITATEA

Am analizat relaţia dintre gândire şi realitate, introducând două funcţii care le conectează în sensuri opuse şi aşa am ajuns la conceptul reflexivităţii.

Dar, în încercarea de a defini şi explica reflexivitatea am întâlnit numeroase dificultăţi, care continuă să mă bântuie de fiecare dată când discut despre ea. Am distins între gândire şi realitate, când vroiam să explic tocmai faptul că gândirea este o parte a realităţii. M-am trezit vorbind despre o legătură biunivocă între cursul evenimentelor şi gândirea participanţilor, care nu mai lăsa loc legăturii biunivoce dintre gândirea diferiţilor participanţi. Pentru a lua în calcul şi această legătură, m-am văzut obligat să disting între aspectele obiective şi subiective ale realităţii. Primele se referă la cursul evenimentelor, cele din urmă la gândirea participanţilor. Există un singur aspect obiectiv, dar tot atâtea aspecte subiective câţi participanţi există. Reflexive sunt mai degrabă relaţiile interpersonale directe între participanţi decât interacţiunea dintre percepţii şi evenimente, pentru că evenimentele se desfăşoară într-un timp mai îndelungat.

Odată ce distingem între aspectele obiective şi cele subiective, trebuie să facem o distincţie şi între procese şi afirmaţii reflexive. Afirmaţiile reflexive aparţin domeniului relaţiilor interpersonale, ele fiind în primul rând cele reflexive şi nu cursul evenimentelor.

Să luăm o afirmaţie despre un aspect obiectiv: „Plouă". Afirmaţia este adevărată sau falsă, nu este reflexivă. Dar o afirmaţie precum „Eşti duşmanul meu" poate fi adevărată sau falsă, în funcţie de cum reacţionezi la ea, şi este reflexivă. Afirmaţiile reflexive sunt similare celor autoreferenţiale, dar nedeterminarea nu apare în înţelesul lor, ci în impactul pe care îl au. Cea mai celebră afirmaţie autoreferenţială este paradoxul mincinosului: „Cretanii mint întotdeauna", spunea Epimenide. Dacă această afirmaţie este adevărată, filozoful cretan nu minţea, deci afirmaţia este falsă. Ambivalenţa nu are nimic în comun cu impactul afirmaţiei. Dimpotrivă, în afirmaţia „Eşti duşmanul meu", valoarea de adevăr a afirmaţiei depinde de reacţia ta.

În cazul proceselor reflexive, indeterminarea este introdusă de lipsa corespondenţelor între aspectele obiective şi subiective ale situaţiei. O situaţie poate fi reflexivă chiar dacă funcţia cognitivă şi cea manipulatoare operează secvenţial şi nu simultan. Procesul evoluează apoi o perioadă de timp, dar se califică drept reflexiv dacă la sfârşitul procesului nici gândirea participanţilor şi nici starea de fapt nu rămân aceleaşi ca la început, iar schimbările sunt rezultatul unei păreri sau interpretări greşite a participanţilor, introducând un element de nedeterminare autentică în cursul evenimentelor. Iar asta face situaţia imprevizibilă din punct de vedere al legilor ştiinţifice.

Reflexivitatea poate fi cel mai bine demonstrată şi studiată pe pieţele financiare, pentru că acestea sunt guvernate de asemenea legi. În alte domenii, ştiinţa este mai puţin dezvoltată. Chiar şi pe pieţele financiare, procesele demonstrate a fi reflexive se produc doar intermitent. Pieţele par să urmeze nişte reguli statistice certe zi de zi, dar, ocazional, aceste reguli pot fi încălcate. Putem, deci, să facem distincţia între banal, evenimentele zilnice, care sunt previzibile din punct de vedere statistic, şi procesele reflexive, imprevizibile. Cele din urmă au o mai mare importanţă pentru că alterează cursul istoriei. Aceste consideraţii m-au făcut să argumentez că dezvoltările istorice se disting de evenimentele cotidiene prin reflexivitate. Dar acest argument nu stă în picioare. Sunt multe evenimente istorice, precum cutremurele, care nu sunt reflexive. Distincţia dintre banal şi reflexiv s-a dovedit a fi tautologică: dezvoltările reflexive alterează prin definiţie atât aspectele obiective, cât şi cele subiective ale realităţii.

Acum că ştiinţa cognitivă şi studiul limbajelor a progresat atât de mult, conceptul reflexivităţii a fost într-o oarecare măsură eliminat. Reflexivitatea nu distinge decât între două funcţii: cea cognitivă şi cea manipulatoare. Aceasta este o clasificare oarecum brută în comparaţie cu analizele mult mai detaliate şi nuanţate ale creierului şi funcţiilor limbajului, dezvoltate în ultimii ani. Totuşi, conceptul nu şi-a pierdut din relevanţă. El indică o distorsiune în modul în care filozofii şi savanţii tind să privească lumea. Preocuparea lor principală este funcţia cognitivă; atât timp cât funcţia manipulatoare nu interferează cu buna funcţionare a cunoaşterii, ei sunt înclinaţi să o ignore sau să o elimine deliberat din analiză. Teoria economică este cel mai bun exemplu în acest sens. Teoria competiţiei perfecte a fost construită pe presupoziţia cunoaşterii perfecte. Atunci când această presupoziţie s-a dovedit uşor de combătut, economiştii au făcut schimbări şi mai elaborate pentru a proteja edificiul pe care îl ridicaseră, împotriva efectelor abjecte ale reflexivităţii. Astfel, teoria cunoaşterii perfecte s-a metamorfozat în teoria aşteptărilor raţionale — o lume a iluziilor care nu păstrează nici o asemănare cu realitatea. Mai multe despre acest subiect îh următorul capitol.

PRINCIPIUL INCERTITUDINII UMANE

Caracteristica definitorie a reflexivităţii este aceea că ea introduce un element de incertitudine în gândirea participanţilor şi un element de nedeterminare în situaţia la care participă. Reflexivitatea se aseamănă întrucâtva cu principiul incertitudinii al lui Werner Heisenberg din fizica cuantică, dar există o diferenţă importantă: fizica cuantică tratează fenomene care nu ponţin participanţi dotaţi cu raţiune. Descoperirea principiului incertitudinii de către Heisenberg nu a schimbat comportamentul particulelor cuantice cu nici o frântură, dar recunoaşterea reflexivităţii ar putea schimba comportamentul uman. De aceea incertitudinea asociată cu reflexivitatea afectează nu numai participanţii, ci şi savanţii din sfera ştiinţelor sociale care încearcă să stabilească legi universal valabile care guvernează comportamentul omenesc. Elementul de incertitudine suplimentar poate fi descris ca fiind principiul incertitudinii umane şi el complică sarcina ştiinţelor sociale.

ABERAŢIA ILUMINISTĂ

Cele mai multe dificultăţi pe care le-am întâlnit în discutarea reflexivităţii se datorează faptului că trebuia să folosesc un limbaj care nu îi recunoştea existenţa. Am încercat să arăt o legătură în dublu sens între gândirea participanţilor şi situaţia la care participă, dar tradiţia intelectuală occidentală a făcut tot posibilul pentru a separa gândirea de realitate. Efortul a rezultat în dihotomii, precum acelea dintre minte şi trup, idei platonice şi fenomene observabile, idealuri şi condiţii materiale, afirmaţii şi fapte. Distincţia pe care am introdus-o între aspectele subiective şi cele obiective ale realităţii intră în aceeaşi categorie.

Este uşor de înţeles în ce fel îşi încep aceste dihotomii existenţa: scopul funcţiei cognitive este aceea de a produce cunoaştere, care are nevoie de afirmaţii ce corespund faptelor. Pentru a stabili această corespondenţă, faptele şi afirmaţiile trebuie tratate ca două categorii separate. De aici, demersul cunoaşterii duce la separarea gândirii de realitate. Acest dualism îşi are originea în filozofia grecească şi a început să domine viziunea noastră asupra lumii în timpul secolului Luminilor.

Filozofii iluminişti credeau în raţiune; ei vedeau realitatea ca ceva separat şi independent de raţiune şi se aşteptau ca raţiunea să ofere o imagine completă şi exactă a realităţii. Raţiunea era considerată o lanternă, care lumina o realitate ce stătea acolo, aşteptând să fie descoperită. Posibilitatea ca deciziile agenţilor raţionali să influenţeze situaţia nu a fost luată în calcul, pentru că în acest caz, ei ar fi interferat cu separarea dintre gândire şi obiectul ei. Altfel spus, iluminiştii nu aii recunoscut reflexivitatea; ei au postulat o lume imaginară în care funcţia manipulatoare nu putea interacţiona cu cea cognitivă şi au negat însăşi existenţa funcţiei manipulatorii. Ei credeau că unicul scop al raţiunii era atingerea cunoaşterii. *Cogito ergo sum,* spunea René Descartes.

Descartes plecase de la Aristotel, concen-trându-se doar asupra raţiunii teoretice şi neglijând ceea ce Aristotel numea raţiune practică, iar eu funcţie manipulatoare. Acest lucru a dus la o viziune distorsionată asupra realităţii, una apropiată totuşi de timpul la care a fost formulată.

În Epoca Luminilor, omenirea avea la dispoziţie destul de puţină informaţie şi un slab control asupra forţelor naturii, dar metoda ştiinţifică promitea infinit de mult, pentru că era la începutul atingerii unor rezultate semnificative. Era normal să priveşti realitatea ca pe ceva ce aşteaptă să fie descoperit. Până la urmă, nici Pământul nu fusese explorat în totalitate în secolul al XVIII-lea. Adunarea de fapte şi stabilirea de relaţii între ele era o recompensă îndeajuns de bogată. Cunoaşterea era acumulată în atât de multe feluri şi din atâtea direcţii, încât posibilităţile păreau infinite. Raţiunea mătura secolele de superstiţie şi genera în locul lor un simţ cuceritor al progresului.

Iluminismul, aşa cum a ajuns el să fie înţeles, nu recunoştea limita acumulării cunoaşterii. Identificând doar o legătură univocă între gândire şi realitate, el trata realitatea ca pe un dat independent, care putea fi înţeles prin intermediul unor afirmaţii ce corespundeau faptelor. Acest punct de vedere, pe care Popper 1-a numit raţionalitate comprehensivă, a atins apogeul în logica pozitivistă, o filozofie care a înflorit la începutul secolului XX, mai ales în Viena. Logica pozitivistă susţinea că doar afirmaţiile empirice care puteau fi verificate aveau sens şi că discuţiile metafizice erau lipsite de sens*. Pozitiviştii tratau afirmaţiile şi faptele ca şi când ar fi aparţinut unor universuri distincte, singura legătură dintre cele două fiind aceea că afirmaţiile adevărate corespundeau faptelor, iar cele false nu. În

*** Pozitiviştii au făcut o excepţie cu privire la afirmaţiile analitice, precum „burlacii sunt bărbaţi necăsătoriţi", pe care le considerau cu sens. Aceasta a făcut loc filozofiei analitice.**

aceste circumstanţe, faptele serveau ca un criteriu de probare a adevărului. Aceasta era fundaţia teoriei adevărului-corespondenţă. Posibilitatea ca afirmaţiile să constituie ele însele fapte, era aproape, dar nu în totalitate, ignorată. O atenţie deosebită se acorda paradoxului mincinosului.

Bertrand Russell, filozoful britanic responsabil de venirea lui Ludwig Wittgenstein de la Viena la Cambridge, a oferit o soluţie la paradoxul mincinosului. Russell a făcut distincţia dintre două clase de afirmaţii: cele autoreferenţiale şi cele non-autoreferenţiale. Pentru că valoarea de adevăr a afirmaţiilor autoreferenţiale nu putea fi determinată în mod neechivoc, el a propus ca ele să fie excluse din universul afirmaţiilor cu sens. Această soluţie ar fi putut servi la menţinerea separării dintre fapte şi afirmaţii, dar ar fi împiedicat oamenii să mediteze asupra unor chestiuni care îi priveau sau chiar să fie conştienţi de sine. Absurditatea acestei poziţii a fost subliniată de Wittgenstein, care şi-a încheiat lucrarea intitulată *Tractatus Logico-*

Philosophicus afirmând că cei care au înţeles cartea trebuiau să realizeze că era fără sens. La scurt timp după aceea, Wittgenstein a abandonat căutarea unui limbaj logic ideal şi a înlocuit-o cu studiul limbajului obişnuit.

ABERAŢIILE FERTILE

Chiar dacă încrederea Iluminismului în raţiune nu era pe deplin justificată, ea a produs rezultate cu adevărat impresionante, suficiente pentru a susţine Iluminismul pentru încă două secole. Separarea gândirii de realitate este, de exemplu, o aberaţie fertilă şi nu este singura. Aberaţiile fertile abundă în istorie şi cred că toate culturile sunt construite pe aberaţii fertile. Ele sunt fertile pentru că înfloresc şi produc rezultate pozitive înainte ca deficienţele lor să fie descoperite; sunt aberaţii pentru că înţelegerea realităţii este în chip evident imperfectă. Desigur, suntem capabili să acumulăm cunoaştere; dar dacă aceasta se dovedeşte folositoare, suntem obligaţi să o exploatăm şi să o extindem spre arii unde ea nu se mai aplică.

Atunci devine o aberaţie. Şi iată că asta s-a întâmplat cu Iluminismul; ideile sale au devenit atât de fixate în civilizaţia occidentală încât sunt foarte greu de zdruncinat şi nu lasă să pătrundă scrierile celor care critică diverse aspecte ale tradiţiei iluministe, între care mă număr şi eu.

SCHEMA METODEI ŞTIINŢIFICE A LUI POPPER

Karl Popper, membru neoficial al Cercului de la Viena, îl critica pe Wittgenstein şi nu era de acord cu raţionalitatea comprehensivă. El susţinea că raţiunea nu este capabilă să stabilească fără urmă de îndoială adevăruri generale. Nici chiar legile ştiinţifice nu pot fi verificate pentru că este imposibil să obţii generalizări universal valabile plecând de la observaţii individuale, oricât de numeroase ar fi ele, folosind logica deductivă. Metoda ştiinţifică funcţionează cel mai bine atunci când adoptă o atitudine de scepticism comprehensiv: legile ştiinţifice trebuie tratate ca ipoteze care sunt potenţial valide, până la proba contrarie, a falsificării lor.

Popper a construit o schemă ştiinţifică simplă şi elegantă, ce constă din trei elemente şi trei operaţii. Cele trei elemente sunt condiţiile iniţiale, condiţiile finale şi generalizările universal valabile sau legile ştiinţifice. Cele trei operaţii sunt predicţia, explicaţia şi testarea. Când condiţiile iniţiale se combină cu legile ştiinţifice, rezultă o predicţie. Când condiţiile finale se combină cu legile, este oferită o explicaţie. Aşadar predicţiile şi explicaţiile sunt simetrice şi reversibile.

Ceea ce lipseşte din această schemă este verificarea legilor. Aici apare contribuţia lui Popper la înţelegerea metodei ştiinţifice. El susţinea că legile ştiinţifice nu pot fi verificate, ci doar falsificate. Aceasta e rolul testării. Legile ştiinţifice pot fi testate cuplând condiţiile iniţiale cu cele finale. Dacă nu se aplică legii în chestiune, înseamnă că aceasta a fost falsificată. Afirmaţiile care nu pot fi falsificate nu se califică drept ştiinţifice. Un caz de nepotrivire este de

ajuns pentru a distruge validitatea unei generalizări, dar nici un număr de cazuri de potrivire nu sunt suficiente pentru a verifica în chip perfect generalizarea. Aşadar există o asimetrie între verificare şi falsificare. Simetria dintre predicţie şi explicaţie, asimetria dintre verificare şi falsificare şi rolul testării sunt cele trei trăsături distinctive ale schemei lui Popper.

Argumentul lui Popper, potrivit căruia legile ştiinţifice nu pot fi, verificate, rezolvă problema altminteri insolvabilă a inducţiei. Doar pentru că soarele a răsărit de fiecare dată din est de când îşi poate omul aminti, nu poţi fi sigur că se va întâmpla la fel şi în continuare. Schema lui Popper înlătură nevoie de verificare, tratând legile ştiinţifice ca potenţial valide dacă şi până când nu sunt falsificate. Generalizările care nu pot fi falsificate nu se califică drept ştiinţifice. Interpretarea pune accent pe rolul central pe care îl joacă testarea în metoda ştiinţifică. El reprezintă astfel un caz de gândire critică, care permite ştiinţei să crească, să se îmbunătăţească şi să se inoveze.

Multe dintre trăsăturile schemei lui Popper au fost criticate de filozofi profesionişti. De exemplu, potrivit lui Popper, cu cât testarea este mai severă, cu atât este mai mare valoarea generalizării care rămâne în picioare. Filozofii profesionişti pun sub semnul întrebării comensurabilitatea severităţii testelor şi a valorii generalizării. Totuşi, afirmaţia lui Popper mi se pare pertinentă şi o pot dovedi invocând experienţa mea de la bursa de acţiuni. În timpul crizei creditelor din 1986, existau îndoieli serioase dacă o companie de asigurări ipotecare, Mortgage Guaranty Insurance (poreclită MAGIC) putea supravieţui. Bursa se afla într-un declin precipitat şi am cumpărat compania în ideea că modelul de afaceri pe care îl avea era îndeajuns de puternic pentru a trece peste un test sever. Am avut dreptate şi am obţinut un succes ameţitor. În general vorbind, cu cât o investiţie este mai riscantă în ochii publicului, cu atât mai mare este recompensa financiară pe care o câştigi dacă ai dreptate. Din aceste motive, eu accept schema lui Popper cu mai multă determinare decât filozofii de profesie.

ABANDONAREA METODEI UNICE

Şi totuşi, în ciuda credinţei sale că adevărul nu poate fi atins prin raţiune, Popper a insistat asupra a ceea ce a numit doctrina metodei ştiinţifice unice, potrivit căreia aceleaşi metode şi criterii se aplică atât în studiul manifestărilor sociale, cât şi în acela al fenomenelor naturale. Cum se poate acest lucru? Participanţii la manifestările sociale acţionează pe baza unei înţelegeri failibile. Failibilitatea introduce un element de incertitudine în manifestările sociale, care nu apare în studiul fenomenelor naturale. Diferenţa aceasta trebuie să capete recunoaştere.

Am vrut să exprim această diferenţă introducând conceptul de reflexivitate. Conceptul autoreferenţialităţii era deja analizat intens de Russell şi de alţii. Dar autoreferenţialitatea se limitează exclusiv la domeniul

afirmaţiilor. Dacă separarea dintre universul afirmaţiilor şi cel al faptelor reprezintă o distorsionare a realităţii, atunci ar trebui să existe un efect similar în domeniul faptic. Aceasta este relaţia pe care reflexivitatea încearcă să o exprime. Într-o anumită măsură conceptul a fost explorat de J. L. Austin şi de John Searle, în lucrările lor despre actele discursive, dar eu îl Văd într-un context mult mai larg. Reflexivitatea este un mecanism de reacţie în dublu sens, care afectează nu doar afirmaţiile (lăsând valoarea lor de adevăr nedeterminată), ci şi faptele (introducând un element de nedeterminare în cursul evenimentelor).

În ciuda preocupării mele, am eşuat în identificarea unei greşeli în conceptul de societate deschisă a lui Popper, ce vizează faptul că discursul politic nu este în mod necesar îndreptat spre căutarea adevărului. Cred că atât Popper, cât şi eu, am făcut aceste greşeli din cauza preocupării noastre de a căuta adevărul. Din fericire, aceste erori nu sunt fatale pentru că gândirea critică rămâne un bun incomparabil, iar greşelile pot fi corectate: putem recunoaşte diferenţa dintre ştiinţele sociale şi cele ale naturii şi putem introduce căutarea adevărului ca o cerinţă pentru societatea deschisă.

Atitudinea postmodernă fată de realitate este mult mai periculoasă, în timp ce; a avansat faţă de Epoca Luminilor, descoperind că realitatea poate fi manipulată, ea nu recunoaşte căutarea adevărului drept cerinţă. Prin urmare, dă voie manipulării realităţii să treacă nestânjenită. De ce este acest lucru periculos? Pentru că în absenţa unei bune înţelegeri, rezultatele manipulării pot fi radical diferite de aşteptările manipulatorilor. Unul dintre cele mai de succes exemple de manipulare este momentul în care preşedintele George W. Bush a declarat Războiul contra Terorii şi s-a folosit de afirmaţia sa pentru a invada Irakul sub un fals pretext. Rezultatul a fost tocmai opusul intenţiei sale: el vroia să demonstreze supremaţia americană şi să adune sprijin politic în cadrul procesului, dar a cauzat un declin precipitat al puterii şi al influenţei americane, pierzân-du-şi sprijinul politic în timpul evenimentului.

Pentru a ne proteja împotriva pericolelor manipulării, conceptul societăţii deschise formulat de Karl Popper trebuie modificat într-o anumită privinţă. Ceea ce Popper a considerat de la sine înţeles trebuie introdus ca o cerinţă explicită. Popper a plecat de la ideea că scopul gândirii critice este acela de a obţine o mai bună înţelegere a realităţii, ceea ce este adevărat în ştiinţă, dar nu şi în politică. Scopul principal al discursului politic este acela de a câştiga puterea şi de a sta la putere. Cei care nu recunosc acest fapt, probabil că nu vor ajunge niciodată la putere. Singurul mod în care politicienii pot fi convinşi să respecte realitatea este acela ca electoratul să insiste în acest sens, recompensându-i pe cei pe care îi consideră sinceri şi corecţi şi pedepsindu-i pe cei care se angajează într-o decepţionare deliberată. Altfel spus, electoratul trebuie să se dedice mai mult căutării adevărului decât o face în prezent. Fără

dedicare, politicile democratice nu vor produce rezultatele dorite. O societate deschisă are tocmai gradul de moralitate al oamenilor care o compun.

CĂUTAREA ADEVĂRULUI

Întrucât ştim acum că realitatea poate fi manipulată, este mai dificil să te dedici căutării adevărului, ca pe timpul Iluminismului. În primul rând, este mai dificil să stabilim ce anume este adevărul. Iluminiştii priveau realitatea ca pe un dat independent şi deci cunoscut; dar atunci când cursul evenimentelor este dependent de credinţele şi de concepţiile eronate ale participanţilor, ele transformă realitatea într-o ţintă mobilă. În al doilea rând, nu este la fel de evident de ce căutarea adevărului ar trebui să fie anterioară căutării puterii. Şi chiar dacă electoratul ar fi convins, cum pot fi făcuţi politicienii să rămână oneşti?

Reflexivitatea oferă o parte a răspunsului, chiar dacă lasă problema onestităţii nerezolvată. Ea ne învaţă că ajungerea la adevăr este importantă tocmai pentru că asumările greşite sunt responsabile pentru atingerea unor consecinţe adverse nèdorite. Din păcate, conceptul reflexivităţii nu este înţeles cum trebuie. Iar asta se vede din influenţa încă crescută a tradiţiei iluministe şi, mai recent, a idiomului postmodern, care îşi spune cuvântul în viziunea oamenilor asupra lumii. Ambele interpretări ale relaţiei dintre gândire şi realitate sunt distorsionate. Iluminismul ignoră funcţia manipulatoare; postmodernismul merge la cealaltă extremă; tratând realitatea ca pe o colecţie de naraţiuni contradictorii, el nu dă suficientă atenţie aspectului obiectiv al realităţii. Conceptul reflexivităţii ajută la identificarea a ceea ce lipseşte din fiecare paradigmă, deşi este departe de a fi o reprezentare perfectă a unei realităţi foarte complexe. Principala problemă a conceptului este că încearcă să descrie relaţia dintre gândire şi realitate, considerându-le entităţi separate, în timp ce gândirea este o parte a realităţii.

Trăind sub regimul nazist şi sub cel comunist şi speculând pe pieţele financiare, am început să port respect aspectului obiectiv al realităţii. Singura experienţă care te învaţă mai mult decât pierderea banilor să **4g** respecţi realitatea exterioară care nu se află sub controlul tău este moartea — iar moartea nu este o experienţă pe care poţi cu adevărat să o ai în timpul vieţii. Este mult mai greu pentru urr public care îşi pierde timpul în realitatea virtuală a show-urilor de televiziune, a jocurilor video şi a altor forme de divertisment să îi fie trezit un astfel de respect. E de notat că americanii fac tot posibilul pentru a nega sau a uita moartea. Dar, chiar dacă nu iei în considerare realitatea, se poate ca ea să te prindă din urmă. Ce moment mai bun de a aduce acest argument decât astăzi, când consecinţele adverse ale Războiului contra Terorii sunt atât de vizibile, iar realitatea virtuală a produselor financiare sintetice a subminat sistemul financiar?

IDIOMUL POSTMODERN

Nu am acordat atenţie punctului de vedere postmodern până de curând. Nu l-am studiat şi nici nu l-am înţeles în totalitate, dar doream să îl înlătur din start, pentru că părea să se afle în conflict cu conceptul reflexivităţii. Am tratat viziunea postmodernă asupra lumii ca pe o reacţie la credinţa exagerată a Iluminismului în raţiune, mai ales la credinţa potrivit căreia raţiunea este capabilă să înţeleagă în totalitate realitatea. Nu am văzut o legătură directă între idiomul postmodern şi ideologiile totalitare şi societăţile închise, deşi puteam observa că fiind extrem de permisivă cu diferite puncte de vedere, poziţia postmodernă putea încuraja înălţarea ideologiilor totalitare. Recent mi-am schimbat părerea; acum văd o legătură clară între idiomul postmodern şi ideologia administraţiei Bush. Această părere a pornit de la articolul lui Ron Suskind din octombrie 2004, apărut în *New York Times Magazine.* Iată ce scria:

„în vara lui 2002... m-am întâlnit cu unul dintre consilierii principali ai lui Bush. El a exprimat dezamăgirea Casei Albe [privitor la biografia lui Paul O'Neill, *Preţul loialităţii* de Ron Suskind*] şi apoi mi-a spus un lucru pe care la momentul acela nu l-am înţeles în întregime — dar care acum cred că se află în centrul mandatului prezidenţial Bush.

Mi-a spus că tipii ca mine trăiesc *în ceea ce noi numim comunitatea bazată pe realitate,* pe care a definit-o ca fiind cea a oamenilor care *credea soluţiile reies din studiul raţional al realităţii perceptibile.* Am dat din cap şi am murmurat ceva despre principiile iluministe

*** Ron Suskind,** *Preţul loialităţii: George W.Bush, Casa Albă şi Educaţia lui Paul O'Neill* **(New York: Simon& Schuster, 2004).**

şi empirism. El m-a întrerupt: *Lumea nu mai funcţionează la fel,* a continuat. Acum suntem un imperiu, iar atunci când acţionăm, creăm propria noastră realitate. Iar în timp ce tu studiezi realitatea în detaliu, aşa cum o vei face, noi vom acţiona din nou, creând alte noi realităţi, pe care le poţi studia de asemenea, şi aşa vor continua lucrurile. Suntem actori ai istoriei... iar voi toţi veţi fi lăsaţi doar să studiaţi ceea ce facem noi"*.

Consilierul, probabil Karl Rove, nu a recunoscut în mod limpede faptul că adevărul poate fi manipulat, ci a promovat manipularea adevărului drept o abordare superioară. Aceasta interferează direct cu demersul de căutare a adevărului, declarându-1 fără rost şi îngreunând această sarcină prin manipulare constantă. Mai mult, abordarea lui Rove a dus la restricţionarea libertăţilor, folosind manipularea opiniei publice pentru a creşte puterea şi prerogativele preşedintelui. Aceasta a şi fost motivaţia administraţiei Bush în momentul declarării Războiului contra Terorii.

Cred că Războiul contra Terorii oferă o ilustrare excelentă a pericolelor inerente ideologiei Rove. Administraţia Bush s-a folosit de Războiul contra Terorii pentru a invada Irakul. Acesta este unul dintre cele mai de succes

exemple de manipulare, dar consecinţele sale pentru Statele Unite şi chiar pentru administraţia Bush au fost aproape dezastruoase.

Publicul se trezeşte acum ca dintr-un vis urât. Ce poate învăţa din această experienţă? Că realitatea este un patron dificil şi că o manipulăm punându-ne în pericol: consecinţele acţiunilor noastre pot fi diferite de aşteptări. Oricât de puternici am fi, nu ne putem impune dorinţa asupra lumii: avem nevoie să înţelegem modul în care funcţionează lumea. Cunoaşterea perfectă nu se află la îndemână, dar putem încerca să ne apropiem de ea pe cât posibil. Realitatea este o ţintă mobilă, iar noi trebuie să o urmărim. Pe scurt, înţelegerea realităţii ar trebui să obţină întâietate în faţa manipulării ei.

După cum stau lucrurile acum, căutarea puterii tinde să aibă întâietate în faţa căutării adevărului. Popper şi adepţii săi, incluzându-mă între ei şi pe mine, au făcut o greşeală atunci când au considerat căutarea adevărului **50** ca fiind de la sine înţeleasă. Recunoaşterea greşelii nu ar trebui să ne ducă — la abandonarea conceptului de societate deschisă. Dimpotrivă, experienţa

*** Ron Suskind, „Fără îndoieli",** *New York Times Magazine,* **17 octombrie 2004,**

51

administraţiei Bush ar trebui să întărească angajamentul nostru faţă de societatea deschisă ca formă dezirabilă de organizare socială. Cu toate acestea, trebuie să modificăm definiţia a ceea ce presupune o societate deschisă. În afară de atributele unei democraţii libere — alegeri libere, libertăţi individuale, separarea puterilor, domnia legii etc. — ea presupune şi un electorat care pune accentul pe anumite standarde de onestitate şi corectitudine, iar aceste standarde trebuie mai întâi elaborate cu atenţie, pentru a fi apoi general acceptate.

STANDARDELE DISCURSULUI POLITIC

Karl Popper, care este în primul rând un filozof al ştiinţei, a elaborat astfel de standarde privind discursul ştiinţific şi experimentul. Pentru a da un singur exemplu, legile trebuie să fie falsificabile iar experimentele repetabile, pentru a se califica drept ştiinţifice. Standardele metodei ştiinţifice nu pot fi aplicate în mod direct vieţii politice; totuşi, ele servesc drept exemplu ca tip de reguli care trebuie stabilite.

Am identificat două diferenţe cruciale între ştiinţă şi politică. Prima este aceea că politica se interesează mai mult de căutarea puterii decât de căutarea adevărului. A doua este aceea că îri ştiinţă există un criteriu independent, de obicei cel faptic, prin care adevărul sau validitatea unei afirmaţii poate fi judecat. În politică, faptele sunt adesea dependente de deciziile participanţilor. Reflexivitatea oferă o cheie universală pentru modelul metodei ştiinţifice al lui Popper.

În *Alchimia finanţelor,* m-am referit la doctrina metodei unice a lui Popper. Am argumentat că reflexivitatea împiedică ştiinţele sociale să ajungă la standardele ştiinţelor naturii. Cum ne putem aştepta ca metoda ştiinţifică să producă generalizări care să permită în mod reversibil predicţii şi explicaţii determinate, în condiţiile în care cursul evenimentelor este nedeterminat? Trebuie să ne mulţumim cu bănuieli şi cu scenarii alternative în loc de predicţii determinate. În retrospectivă, probabil că am pierdut prea mult timp examinând rolul savanţilor sociali şi prea puţin pentru a înţelege participanţii la manifestările sociale. De aceea am şi scăpat din vedere eroarea conţinută de conceptul societăţii deschise al lui Popper, aceea că politica este mai interesată de ajungerea la putere decât de căutarea adevărului. Acum corectez eroarea, introducând ca cerinţe explicite ale societăţii deschise onestitatea şi respectul pentru realitate.

Din păcate nu deţin o formulă exactă pentru cum ar trebui atinse aceste cerinţe; o pot identifica doar ca fiind problemă nerezolvată, ceea ce nu este surprinzător. Problema nu este una pe care individul o poate rezolva de unul singur, ci una ce necesită o schimbare în atitudinea publicului*.

Cred că discursul politic obişnuia să menţină nişte standarde mult mai înalte decât astăzi în ceea ce priveşte realismul şi respectul faţă de opiniile oponenţilor, în primii două sute de ani de democraţie americană. Am observat că oamenii mai în vârstă văd trecutul de obicei în culori mai deschise decât prezentul, dar în acest caz cred că îmi pot justifica afirmaţia cu ajutorul aberaţiei iluministe. Atâta timp cât oamenii credeau în puterea raţiunii, ei credeau şi în căutarea adevărului. Acum că am descoperit că realitatea poate fi manipulată, această credinţă a fost serios zdruncinată.

Acest lucru ne duce la concluzia paradoxală că standardele politice mai înalte se bazau pe o iluzie ce a fost subminată de descoperirea adevărului

— acela că realitatea poate fi manipulată. Concluzia este întărită şi de faptul că Rove a fost capabil să se impună celor care încă acţionau sub influenţa aberaţiei iluministe, prin argumente raţionale şi nu făcând apel la emoţii, fără referire la fapte. Războiul contra Terorii s-a dovedit a fi însă cel mai eficient slogan, pentru că el apela la cea mai puternică emoţie

— la frica de moarte.

Pentru a restabili standardele înalte care domneau înainte, oamenii trebuie să înţeleagă că realitatea este importantă chiar şi atunci când poate fi manipulată. Altfel spus, oamenii trebuie să accepte reflexivitatea. Aceasta nu este o sarcină uşoară, pentru că o realitate reflexivă este mult mai complicată decât realitatea pe care o presupunea Iluminismul. De fapt realitatea este atât de complicată încât nu poate fi niciodată cunoscută în întregime. Acumularea de cunoaştere rămâne totuşi la fel de importantă ca în Epoca Luminilor şi în acest sens acceptarea reflexivităţii înseamnă un important pas înainte. Asta a

fost ideea pe care am enunţat-o în ultima mea carte, atunci când am spus ca trebuie să avansăm de la Epoca Raţiunii la Epoca Failibilităţii.

*** Bernard Williams oferă o mărturie valoroasă cu privire la acest subiect în cartea sa** *Adevăr şi Realism: un eseu de genealogie* **(Princeton: Princeton University Press, 2004)**

FAILIBILITATEA RADICALA

Failibilitatea şi reflexivitatea sunt idei pe care este greu să le acceptăm şi cu care este greu să operăm. Ca participanţi, noi trebuie în mod constant să luăm decizii şi să acţionăm. Dar cum putem acţiona cu încredere, când putem greşi, iar acţiunile noastre pot avea consecinţe adverse nedorite? Ar fi ideal dacă ne-am putea baza pe un sistem doctrinar sau de credinţe, care să ne dea adevărul absolut. Din păcate ceea ce e ideal nu e şi uşor de atins; adevărul absolut este în afara capacităţii intelectului uman. Ideologiile care promit certitudine totală sunt sortite eşecului. Iar această idee este singura care poate opri oamenii din a adopta o astfel de ideologie.

Faptul că adevărul absolut este de neatins nu scoate din calcul religia. Dimpotrivă, acolo unde capacitatea de a acumula cunoaştere se opreşte, se deschide calea credinţei. A afirma că nu ne putem baza deciziile pe cunoaştere este totuna cu a admite că nu putem evita raportarea la credinţe, religioase sau seculare. De fapt, religia a jucat un rol important de-a lungul istoriei. Perioada iluministă constituie o excepţie. Credinţa în cunoaştere a eclipsat temporar religia şi astfel secolul XX a ajuns să fie dominat de ideologii seculare: socialism, comunism, fascism, naţional-socialism şi sunt tentat să adaug capitalismul şi încrederea în pieţe. Când elementul absurd al viziunii iluministe asupra lumii a devenit mai evident, credinţele religioase au ieşit din nou în faţă.

Ştiinţa nu poate să nege ideologiile religioase sau seculare, pentru că în însăşi natura acestor ideologii stă faptul că nu pot fi falsificate. Totuşi, suntem îndemnaţi să acţionăm în baza presupunerii că putem greşi. Chiar dacă o dogmă nu poate fi dovedită a fi incorectă, interpretarea noastră nu poate fi dovedită ca fiind adevărată.

Până aici am urmat paşii lui Popper, dar sunt tentat să merg mai departe. El consideră că putem greşi; eu consider că suntem sortiţi să greşim. Numesc acesta postulatul failibilităţii radicale, care se bazează pe următorul argument: suntem capabili să acumulăm nişte idei din realitate, dar cu cât înţelegem mai mult, cu atât avem mai mult de înţeles. Confruntaţi cu această ţintă mobilă, suntem pasibili să ne îngreunăm cu cunoştinţe pe care le acumulăm, extinzându-le spre arii unde nu se mai aplica. În acest fel, chiar şi interpretări valide ale realităţii sunt sortite să dea naştere unora distorsionate. Acest argument este similar Principiului Peter, care susţine că angajaţii competenţi sunt promovaţi până ajung la nivelul lor ultim de incompetenţă.

Cred că poziţia mea este susţinută de descoperirile limbajelor cognitive. George Lakoff, printre alţii, a arătat că limbajul foloseşte mai degrabă metafore decât logica strictă. Metaforele acţionează transferând observaţii sau atribute de la un set de circumstanţe la altul şi este aproape inevitabil ca procesul să nu fie dus mai departe. Se vede cel mai bine acest lucru în cazul metodei ştiinţifice. Ştiinţa este o metodă de mare succes pentru acumularea de cunoaştere. Astfel, ea pare să contrazică postulatul failibili-tăţii, mai ales în ceea ce priveşte faptul că suntem sortiţi să nu avem dreptate. Dar procesul ajunsese prea departe; din cauza succesului ştiinţelor naturale, savanţii din sfera ştiinţelor sociale au făcut tot posibilul pentru a imita ştiinţele naturale.

Să luăm exemplul teoriei economice clasice. În folosirea conceptului de echilibru, ea imită fizica newtoniană. Dar pe pieţele financiare, unde aşteptările joacă un rol important, afirmaţia potrivit căreia pieţele tind spre echilibru nu corespunde realităţii. Teoria aşteptărilor raţionale a trecut prin multe modificări pentru a crea o lume artificială în care domneşte echilibrul, dar în acea lume mai degrabă realitatea se pliază după teorie decât invers. Acesta e un caz în care se aplică postulatul failibilităţii radicale.

Chiar şi atunci când nu au izbutit să ajungă la standardele şi la regulile metodei ştiinţifice, gânditorii au încercat să îşi deghizeze teoriile sub o înfăţişare ştiinţifică, pentru a câştiga recunoaşterea. Sigmund Freud şi Karl Marx considerau amândoi că teoriile lor determină cursul evenimentelor în domeniile respective pentru că acestea erau unele ştiinţifice. (La momentul acela, legile ştiinţifice erau considerate determinatoare.) Popper i-a demascat cu succes, mai ales pe Marx, arătând că teoriile lor nu puteau fi testate în concordanţă cu schema lui; prin urmare, teoriile nu erau ştiinţifice. Dar Popper nu a mers suficient de departe; el nu a observat că studiul fenomenelor sociale întâlneşte un obstacol ce lipseşte în cazul ştiinţelor naturale — reflexivitatea şi principiul incertitudinii umane. Prin urmare, imitaţia servilă a ştiinţelor naturale nu produce o reprezentare adecvată a realităţii. Echilibrul general şi aşteptările raţionale lipsesc din realitate. Ele constituie exemple ale modului în care o abordare ce produce rezultate valide este supraexploatată şi încărcată până la punctul în care îşi pierde validitatea.

Să presupunem că obiecţiile mele referitoare la conceptul de echilibru general şi de aşteptări raţionale ar fi fost corecte şi că aceste teorii ar fi fost abandonate; ele nu ar mai fi servit drept exemple de failibilitate radicală. Asta arată eroarea fatală din postulatul meu: el nu este în mod necesar adevărat. La fel cum Popper nu a mers suficient de departe, eu am mers prea departe. Nu suntem sortiţi să greşim în orice situaţie; concepţiile greşite pot fi corectate.

Cum rămâne deci cu postulatul meu? El se califică drept **p** aberaţie fertilă. El nu poate fi adevărat pentru că ar cădea în categoria paradoxului mincinosului. Dacă ar fi fost o teorie ştiinţifică, s-ar fi dovedit falsă, pentru că în

schema lui Popper o singură probă este suficientă pentru a falsifica o teorie. Dar postulatul failibilităţii radicale nu este o teorie ştiinţifică. Este o ipoteză de lucru şi funcţionează remarcabil în această ipostază. Ea ajută la identificarea situaţiilor care se autosusţin şi a celor care se autodistrug pentru că presupune că ideile care funcţionează vor fi supraexploatate până la un punct la care nu mai sunt de folos. De fapt în cursul carierei mele de investitor am identificat mai multe secvenţe creştere-declin decât au existat în realitate. Pe majoritatea le-am înlăturat prin probare. Postulatul failibilităţii radicale pune accentul pe divergenţa dintre realitate şi percepţia participanţilor asupra realităţii şi îndreaptă atenţia asupra concepţiilor greşite ca factor cauzal în istorie. Aceasta duce la o interpretare specifică a istoriei, care poate fi edificatoare. Situaţia prezentă este un astfel de moment. Consider Războiul contra Terorii o concepţie greşită sau o falsă metaforă, care a avut un efect nefericit asupra Americii şi a lumii întregi. Iar criza financiară curentă poate fi în mod direct atribuită unei false interpretări a modului în care funcţionează pieţele financiare.

Postulatul failibilităţii radicale şi ideea de aberaţie fertilă sunt particularităţile teoriei mele. Aceste concepte par să aibă o conotaţie negativă, dar realitatea este alta. Ceea ce nu este perfect poate fi îmbunătăţit; failibilitatea radicală lasă loc îmbunătăţirii. In definiţia mea, o societate deschisă este o societate imperfectă care este deschisă îmbunătăţirii. Societatea deschisă generează speranţă şi creativitate, deşi este în permanenţă în pericol, iar istoria este plină de exemple dezamăgitoare. În ciuda terminologiei cu conotaţie negativă — înţelegere imperfectă, failibilitate radicală, aberaţii fertile — viziunea mea asupra vieţii este una profund optimistă. Şi asta pentru că din când în când, baza conceptuală pe care am folosit-o mi-a permis să aduc îmbunătăţiri vieţii reale.

Capitolul 4-
REFLEXIVITATEA PE PIEŢELE FINANCIARE

Până acum am cercetat în amănunt domeniul abstracţiunilor. Am afirmat că există o legătură în dublu sens între gândire şi realitate, care, atunci când operează simultan, introduce un element de incertitudine în gândirea participanţilor şi un element de nedeterminare în cursul evenimentelor. Am numit această relaţie reflexivitate şi am conchis că reflexivitatea distinge între dezvoltarea istorică unică şi evenimentele cotidiene banale. Acum voi aduce dovezi concrete privind faptul că aceste evoluţii reflexive chiar au loc şi sunt semnificative din punct de vedere istoric.

În acest scop, mă voi întoarce nu la istoria politică, ci la pieţele financiare. Acestea oferă un excelent laborator de testare, întrucât majoritatea preţurilor şi alte informaţii sunt publice şi cuantificate. Există multe procese reflexive în politică şi în alte forme ale istoriei, dar ele sunt mai greu de

demonstrat şi analizat. Principalul avantaj al pieţelor financiare ca laborator de testare este acela că teoria reflexivităţii se află în contradicţie clară cu o teorie încă larg acceptată, aceea că pieţele financiare tind spre echilibru. Dacă teoria echilibrului este corectă, reflexivitatea nu poate exista. Prin acelaşi raţionament, dacă teoria reflexivităţii este corectă, teoria echilibrului nu e validă. Comportamentul pieţelor financiare trebuie interpretat mai degrabă ca un proces întrucâtva imprevizibil, decât ca unul determinat de legi nepotrivite. Dacă această interpretare este acceptată cu privire la pieţele financiare, ea poate fi extinsă apoi la alte forme istorice unde reflexivitatea este mai greu de observat.

Mi-am publicat pentru prima oară teoria despre pieţele financiare în *Alchimia finanţelor,* dar teoria reflexivităţii nu s-a bucurat de aprecieri critice serioase. Situaţia se schimbă acum. Economiştii au realizat că paradigma dominantă este inadecvată, dar nu au dezvoltat încă una nouă. Balonul din sectorul ipotecar subprime care a explodat în august 2007 şi care a cauzat haos financiar la scară largă va forţa însă ritmul. Consider că reflexivitatea ca fenomen se află pe punctul de a câştiga recunoaştere, iar teoria mea reprezintă o cercetare importantă. Procesele reflexive care se desfăşoară actualmente pe pieţele financiare şi economia globală constituie un element important al realităţii cu care ne confruntăm în momentul actual. Există însă un mare pericol ca acestea să nu fie înţelese corect. Aceasta este o altă situaţie în care funcţia cognitivă trebuie să capete întâietate în faţa celei manipulatorii, pentru a evita consecinţele nedorite. Voi rezuma teoria în termeni generali în acest capitol şi o voi aplica asupra situaţiei actuale în Partea a II-a.

TEORIA ECHILIBRULUI

Teoria economică încearcă să imite ştiinţele naturale. Ea are drept scop stabilirea unor generalizări universal valabile care pot fi folosite în mod reversibil pentru a prezice fenomenele economice. Teoria competiţiei perfecte s-a modelat după fizica newtoniană, având în vedere echilibrul dintre cerere şi ofertă către care tind preţurile pieţei. Teoria a fost construită ca un sistem axiomatic de tipul geometriei euclidiene: ea se bazează pe postulate şi toate concluziile ei derivă din calculul logic sau matematic. Postulatele specifică anumite condiţii ideale, chiar dacă concluziile ar trebui să fie relevante pentru lumea reală. Teoria afirmă că, date fiind condiţiile specificate, efortul neîngrădit de atingere a propriului interes duce la o alocare optimă de resurse. Punctul de echilibru este atins atunci când fiecare firmă produce la un nivel la care costurile marginale egalează preţul pieţei, iar fiecare consumator cumpără o cantitate a cărei utilitate marginală egalează preţul pieţei. Se poate calcula matematic felul în care poziţia de echilibru maximizează beneficiile pentru fiecare participant. Acest argument a servit drept temelie pentru politica *laissez-faire* din secolul al XDC-lea şi reprezintă baza credinţei în „magia pieţei"

care a câştigat recunoaştere la scară largă pe timpul mandatului prezidenţial al lui Ronald Reagan.

Unul dintre postulatele cheie ale acestei teorii, aşa cum a fost propusă la început, este cunoaşterea perfectă. Printre celelalte postulate se numără produsele omogene şi divizibile şi un număr mare de participanţi, astfel încât nici un cumpărător sau vânzător să nu poată influenţa preţurile pieţei. Ideea de cunoaştere perfectă se află în contradicţie nu doar cu reflexivitatea, ci şi cu ideea de înţelegere imperfectă, argumentată convingător de Karl Popper. Este exact motivul pentru care am pus la îndoială teoria pe când eram student. Economiştii clasici au folosit conceptul de cunoaştere perfectă tocmai în sensul pe care îl combătea Popper. Ei operau sub influenţa a ceea ce eu numesc aberaţia iluministă. În timp ce problemele epistemologice începeau să iasă la suprafaţă, exponenţii teoriei au observat că trebuie folosit un concept mai modest: acela de informaţie. În formularea modernă, teoria postulează informarea perfectă. *

Din păcate această premisă nu este suficientă pentru a sprijini concluziile teoriei. Pentru a contrabalansa deficienţele, economiştii moderni au apelat la un plan ingenios: au cerut considerarea curbelor de cerere şi ofertă drept date independente. Ei nu au prezentat acest lucru ca pe un postulat, ci mai degrabă şi-au motivat revendicarea prin rigori metodologice. Au argumentat că sarcina economiei este studierea relaţiei dintre cerere şi ofertă, şi nu a fiecăreia dintre ele luate individual. Cererea poate fi un subiect potrivit pentru psihologi, oferta poate fi obiectul de studiu al inginerilor sau teoreticienilor managementului, dar amândouă se situează în afara scopului economiei**. Prin urmare, ele trebuie luate ca date independente. Aceasta a fost teoria care mi-a fost predată pe timpul studenţiei.

Dar dacă ne oprim să ne întrebăm ce înseamnă condiţiile de cerere şi ofertă ca date independente, devine clar că a fost introdusă o presupoziţie adiţională. Altfel, de unde apar aceste curbe? Avem de a face cu o ipoteză deghizată în instrument metodologic. Participanţii ar trebui să aleagă între alternative în concordanţă cu gama lor de preferinţe. O presupunere tacită este aceea că participanţii ştiu care sunt acele preferinţe şi alternative.

După cum voi încerca să arăt, această presupunere este uşor de combătut. Forma curbelor cererii şi ofertei nu poate fi considerată independentă, pentru că ambele incorporează aşteptările pe care participanţii le au de la evenimente modelate tocmai de aceste aşteptări. Nicăieri nu este mai vizibil rolul aşteptărilor decât pe pieţele financiare. Deciziile de vânzare, şi cumpărare se bazează pe aşteptările referitoare la preţurile viitoare, iar

*** George Stigler,** *Teoria preţului* **(New York, : Macmillan, 1966) ** Lionel C.Robbins,** *Eseu asupra naturii şi semnificaţiei ştiinţelor economice,* **a treia ediţie (New York: New York University Press, 1984)**

preţurile viitoare, la rândul lor, depind de deciziile de vânzare sau de cumpărare.

A vorbi despre cerere şi ofertă ca şi când ar fi determinate de forţe independente de aşteptările participanţilor la piaţă ne induce în eroare. Curbele de cerere şi ofertă sunt prezentate în culegeri ca şi când s-ar baza pe dovezi empirice. Dar dovezile sunt insuficiente pentru a considera curbele de cerere şi ofertă drept date independente. Oricine desfăşoară o activitate comercială pe o piaţă cu preţuri ce fluctuează continuu ştie că participanţii sunt influenţaţi de dezvoltarea pieţei. Preţurile în creştere atrag adesea cumpărători şi viceversa. Cum ar putea curentele care se autosusţin să persiste dacă curbele de cerere şi ofertă ar fi independente de preţurile pieţei? Chiar şi o privire fugitivă asupra mărfurilor, bursei şi monedei confirmă că aceste curente constituie mai degrabă regula decât excepţia.

Însăşi ideea că evenimentele de pe piaţă pot afecta forma curbelor de cerere şi ofertă pare incompatibilă cu cele stipulate de economia clasică. Curbele de cerere şi ofertă ar trebui să determine preţul pieţei. Dacă şi ele s-ar afla sub influenţa pieţei, preţurile ar înceta să fie unic determinate, în loc de echilibru, am avea doar preţuri fluctuante, iar asta ar însemna începutul unei situaţii dezastruoase. Toate concluziile teoriei economice şi-ar pierde relevanţa în faţa lumii reale. În scopul prevenirii acestui rezultat a fost introdus un instrument metodologic care tratează curbele de cerere şi ofertă ca date independente. Există ceva înşelător în folosirea unui instrument metodologic ce ascunde o presupunere care, exprimată liber, ar fi considerată de neconceput.

Din zilele studenţiei mele, economiştii au făcut tot posibilul pentru a încadra rolul aşteptărilor în teoria competiţiei perfecte. Ei au dezvoltat teoria aşteptărilor raţionale. Nu pot pretinde că înţeleg în totalitate teoria pentru că nu am studiat-o niciodată. Dacă înţeleg bine, teoria afirmă că participanţii la piaţă îşi urmăresc interesul propriu şi îşi bazează deciziile pe presupunerea că şi ceilalţi participanţi fac la fel. Sună echitabil, dar în realitate nu se întâmplă astfel: participanţii nu acţionează în baza intereselor lor, ci în baza percepţiei pe care o au despre interesele lor, ceea ce nu e acelaşi lucru. S-a demonstrat în mod convingător prin experimentele economiei *behaviouriste*| Participanţii la piaţă acţionează pe baza înţelegerii imperfecte, iar acţiunile lor au consecinţe neaşteptate. Aşteptările şi

*** Daniel Kahnerman şi Arnos Tverki, „Perspectiva teoriei: O analiză a deciziilor luate sub factori de risc",** *Econometrica* **(martie 1979): 263-91**

rezultatele nu corespund — există diferenţe între *ex ante* şi *ex post* — şi nu este raţional ca oamenii să acţioneze pe baza ipotezei că nu există divergenţe între cele două.

Teoria aşteptărilor raţionale încearcă să depăşească această dificultate, susţinând că piaţa ca întreg este întotdeauna mai mult decât participantul individual — suficient pentru ca pieţele să aibă mereu dreptate. Oamenii pot înţelege greşit, iar înţelegerea greşită poate cauza tulburări aleatorii; dar într-o analiză ultimă, toţi participanţii la piaţă folosesc acelaşi model de funcţionare a lumii, iar când nu deţin acest model, învaţă din experienţă, pentru ca în final să adopte acelaşi model. Am considerat această interpretare atât de îndepărtată de realitate încât nici măcar nu m-am obosit să o studiez. Am lucrat cu un alt model, iar faptul că am avut succes folo-sindu-1 demontează teoria aşteptărilor raţionale, pentru că cea pe care am realizat-o depăşeşte limita unei devieri permise de teoria întâmplării.

O TEORIE CONTRADICTORIE

Consider că pieţele financiare greşesc mereu, în sensul că operează cu anumite prejudecăţi dominante, dar într-un curs normal al evenimentelor, ele tind să-şi corecteze excesele. Ocazional, prejudecăţile dominante pot să se valideze singure, influenţând nu numai preţurile pieţei, dar şi aspectele de bază pe care acestea ar trebui să le reflecte.

Aceasta e ideea pe care cei adânc îndoctrinaţi de paradigma dominantă o înţeleg cu greu. Mulţi critici ai reflexivităţii au afirmat că eu doar reiterez un lucru evident, şi anume că percepţiile alterate ale participanţilor influenţează preţurile pieţei. Dar esenţa teoriei reflexivităţii nu este atât de evidentă; ea stipulează că preţurile pieţei pot influenţa aspectele de bază. Iluzia că pieţele reuşesc tot timpul să aibă dreptate este cauzată de capacitatea lor de a afecta aspectele de bază pe care ar trebui să le reflecte. Schimbarea aspectelor de bază ar putea apoi să consolideze alterarea aşteptărilor, într-un proces care iniţial să se autosprijine, iar apoi să se autodistrugă. Desigur că aceste secvenţe creştere-declin nu apar tot timpul. Cel mai adesea prejudecăţile se autocorectează înainte de a afecta aspectele

*** Roman Frydman şi Mchael D.Goldberg,** *Economia cunoaşterii imperfecte: Ratele de schimb şi riscurile* **(Princeton: Princeton University Press, 2007); Roman Frydman şi Edmund Phelps,** *Prognoza individuală şi rezultatele globale: examinarea aşteptărilor raţionale* **(Cambridge: Cambridge University Press, 19830.)**

de bază. Dar faptul că ele pot apărea nu validează teoria aşteptărilor raţionale. Când apar, procesele creştere-declin pot căpăta o semnificaţie istorică. E cazul Marii Depresii şi al momentului actual, deşi desfăşurarea ia acum o formă total diferită.

În *Alchimia finanţelor*am dat multe exemple de procese creştere-declin sau de „baloane de săpun" pe pieţele financiare. Fiecare caz conţine o legătură reflexivă în dublu sens între aprecierile pieţei şi aşa-numitele aspecte de bază, care într-un fel le scurtcircuitează, prin aceea că aprecierile afectează

aspectele de bază pe care ar trebui să le reflecte. Scurtcircuitul poate lua forma influenţării capitalizării, ca în cazul acţiunilor adiţionale la preţuri umflate, dar cel mai des se întâlneşte în indicii de îndatorare. Cele mai multe situaţii, dar nu toate, gravitează în jurul afacerilor imobiliare, fie ele rezidenţiale sau industriale, unde dorinţa de a împrumuta influenţează valoarea garanţiei. În criza bancară internaţională din 1980, scurtcircuitul a apărut în împrumuturile de tip sovereign; garanţiile nu au jucat nici un rol aici, dar dorinţa băncii de a acorda credite a afectat aşa-numiţii coeficienţi de debit care condiţionau capacitatea statelor de împrumut.

BOOMUL CONGLOMERATELOR DIN ANII i960

Unul dintre succesele timpurii pe care le-am avut ca manager al unui fond de *hedging a.* avut legătură cu exploatarea boomului conglomeratelor care s-a desfăşurat la sfârşitul anilor 1960. El a apărut atunci când managementul unor companii specializate în înalte tehnologii de apărare a recunoscut că rata de creştere dominantă de care se bucurau companiile lor nu mai putea fi susţinută şi după încheierea Războiului din Vietnam. Companii precum Textron, LTV şi Teledyne au început să-şi folosească depozitele de acţiuni, cotate relativ înalt, pentru a achiziţiona companii mai „domestice" şi, cum creşterea câştigurilor lor pe acţiune s-a accelerat, în loc să se diminueze, câştigurile lor multiple au sporit. Aceste companii au fost deschizătorii de drumuri; succesul lor a atras investitorii, iar mai târziu, până şi cele mai banale companii puteau atinge un multiplu mai mare doar intrând în febra achiziţiilor. Într-un final, o companie putea atinge un multiplu înalt doar promiţând să îl folosească cum trebuie, adică făcând achiziţii.

Managerii au dezvoltat tehnici speciale de contabilitate care sporeau impactul benefic al achiziţiilor. S-au introdus schimbări şi în companiile cumpărate. Au modernizat operaţiunile, au reglementat bunurile şi, în general, s-au concentrat pe atingerea scopului, dar aceste schimbări erau mai puţin semnificative decât impactul avut de câştigurile pe acţiune obţinute prin achiziţiile însele.

Investitorii s-au năpustit ca nişte hiene. La început, rapoartele fiecărei companii erau judecate individual, dar treptat conglomeratele au început să fie recunoscute ca grup. A apărut astfel o nouă rasă de investitori: managerii timpurii de fonduri de *hedging* sau speculatorii *(gunslinger).* Ei au dezvoltat linii de comunicare directă cu managementul conglomeratelor, iar conglomeratele au plasat aşa-numitele documente de capital direct managerilor fondurilor. Preţul de plasament era redus faţă de nivelul pieţei, dar acţiunile nu puteau fi revândute pentru o perioadă fixă de timp. Treptat, conglomeratele au învăţat să administreze atât preţurile acţiunilor, cât şi câştigurile.

Concepţia eronată pe care se sprijinea boomul conglomeratelor era credinţa potrivit căreia companiile ar trebui evaluate în funcţie de creşterea

câştigurilor pe acţiune, fără să se ia în calcul felul în care se ajunsese la acest rezultat. Ipoteza a fost exploatată de manageri, care şi-au folosit acţiunile supraevaluate pentru a cumpăra companii în termeni avantajoşi, crescând astfel şi mai mult valoarea acţiunilor. Din punct de vedere analitic, această concepţie eronată nu ar fi putut apărea dacă investitorii ar fi înţeles reflexivitatea şi ar fi realizat că practica de folosire a efectului de levier, în cazul nostru, vânzarea acţiunilor la preţuri umflate, poate genera creşterea câştigurilor.

Multiplele s-au extins şi într-un final realitatea nu mai putea susţine aşteptările. Din ce în ce mai mulţi oameni au devenit conştienţi de ipoteza pe care se baza acest boom, chiar pe măsură ce se avântau în joc. Pentru a menţine indicele de creştere al câştigului, achiziţiile trebuiau să fie tot mai mari şi până la urmă conglomeratele au ajuns la limita dimensiunilor lor. Punctul de cotitură a fost momentul în care Saul Steinberg de la Reliance Group a încercat să cumpere Chemical Bank, fiind combătut şi învins de companiile reputate ale momentului.

Când preţurile la acţiuni au început să scadă, declinul a devenit o reacţie în lanţ. Pe măsură ce supraevaluarea s-a diminuat, achiziţionarea devenise ineficace. Problemele interne trecute cu vederea pe timpul perioadei de creştere externă rapidă au început să iasă la iveală. Rapoartele de profit dezvăluiau surprize neplăcute. Investitorii erau deziluzionaţi, iar managementul conglomeratelor trecea prin situaţii de criză: după momentele de succes răsunător, puţine erau dornice să coboare ştacheta spre corvoada managementului zilnic. După cum mi-a mărturisit preşedintele unei corporaţii: „Nu am o audienţă pentru care să joc". Situaţia era agravată de recesiune şi multe dintre conglomeratele care s-au avântat prea sus s-au dezintegrat, la propriu. Investitorii erau pregătiţi pentru ce era mai rău, ceea ce s-a şi întâmplat pentru multe companii. Pentru alţii, realitatea s-a dovedit mai blândă decât aşteptările şi până la urmă situaţia s-a stabilizat. Companiile care au supravieţuit, aflate de obicei sub un nou eşalon de management, au reuşit să iasă de sub dărâmături.

TRUSTURILE DE INVESTIŢII IMOBILIARE

Cel mai bine documentat am fost în faţa secvenţei creştere-declin a trusturilor de investiţii imobiliare. Trusturile de investiţii imobiliare reprezintă o formă corporatistă specială, instituită prin lege. Caracteristica lor cheie este aceea că dacă cheltuiesc peste 95% din venituri, pot distribui aceşti bani fără să mai plătească impozitele corporatiste. Oportunitatea creată de legislaţie a rămas în mare parte neexploatată până în 1969, când au fost fondate numeroase trusturi ipotecare. Prezent la crearea lor, imediat după experienţa conglomeratelor, arti observat aici potenţialul creştere-declin. Am publicat un raport de cercetare, unde am argumentat că metoda convenţională de analiză

a valorilor nu se putea aplica. Analiştii încearcă în general să prezică viitorul curs al câştigurilor şi apoi să estimeze preţul pe care investitorii ar fi dispuşi să îl plătească pentru aceste câştiguri. Această metodă nu este potrivită trusturilor ipotecare pentru că preţul pe care investitorii sunt dispuşi să îl plătească pentru acţiuni reprezintă un factor important în determinarea viitoarelor tendinţe de câştig. În loc să prezicem separat câştigurile viitoare şi evaluările, ar trebui să anticipăm cursul viitor al întregului proces iniţial de autosusţinere şi apoi de autodistrugere.

Am creionat apoi o schemă în patru acte. Aceasta începe cu o supraevaluare a trusturilor ipotecare timpurii, care le permite să justifice supraevaluarea furnizând acţiuni adiţionale la preţuri mărite; apoi apar imitatorii, care distrug oportunităţile. Scenariul se termină cu falimentul la scară largă.

Raportul meu are o istorie interesantă. A apărut la un moment la care managerii de fonduri de *hedging* suferiseră pierderi severe în urma colapsului conglomeratelor. Pentru că aveau dreptul la un procent din profit, dar nu trebuiau să împartă şi pierderile, erau tentaţi să se îndrepte spre orice părea să compenseze pierderile suferite. Înţelegeau instinctiv modul de funcţionare al procesului reflexiv pentru că tocmai participaseră la el şi erau nerăbdători să intre din nou în joc. Raportul a primit o reacţie de proporţii, de care nu am fost conştient până când am primit un telefon de la o bancă din Cleveland care îmi cerea o copie nouă după raport, pentru că exemplarul lor fusese fotocopiat de atâtea ori încât nu mai era lizibil. Nu existau decât câteva trusturi ipotecare la acea vreme, dar^acţiunile erau atât de vânate încât aproape că şi-au dublat preţul într-o lună şi ceva. Cererea genera ofertă şi a apărut o serie de noi emisiuni pe piaţă. Când a devenit clar că sursa de trusturi ipotecare era practic inepuizabilă, preţurile au scăzut aproape la fel de repede cum crescuseră. În mod evident cititorii raportului meu nu luaseră în calcul uşurinţa intrării pe piaţă, iar greşeala lor a fost corectată în cel mai scurt timp posibil. Totuşi entuziasmul iniţial a pus pe drumul cel bun procesul de autoconsolidare descris în raport. Evenimente ulterioare au luat cursul descris în raport. Trusturile ipotecare s-au bucurat de un boom mai puţin violent decât cel apărut după publicarea raportului meu, care în schimb s-a dovedit mai de durată.

Investisem serios în trusturi ipotecare la momentul la care am scris raportul şi am obţinut profit, odată cu receptarea peste aşteptări a studiului meu. Eram suficient de entuziasmat de propriul succes şi am rămas cu un inventar de acţiuni când a venit declinul. M-am menţinut şi chiar mi-am întărit poziţia. Am continuat să urmăresc apoi îndeaproape industria pentru aproximativ un an şi mi-am vândut într-un final posesiile, cu profituri bune. Apoi am pierdut contactul cu grupul, până când, peste câţiva ani, problemele au început să iasă la suprafaţă. Când am devenit conştient de ele, am fost

tentat să initiez poziţii scurte pe piaţă, dar eram în dezavantaj, întrucât nu mai eram familiarizat cu companiile. Totuşi, atunci când am recitit raportul pe care îl scrisesem cu câţiva ani în urmă, l-am găsit atât de convingător, încât am decis să vând grupul de acţiuni mai mult sau mai puţin de-a valma. Mai mult, cum acţiunile scădeau, am rămas la fel de expus, vânzând active adiţionale. Predicţia mea s-a îndeplinit şi cele mai multe trusturi ipotecare au dat faliment. Rezultatul a fost că am obţinut peste 100% profit pe poziţii scurte — aparent o imposibilitate, pentru că profitul maxim pentru o poziţie scurtă este de 100%. (Explicaţia este că am continuat să vând acţiuni adiţionale).

CRIZA BANCARĂ INTERNAŢIONALĂ DIN ANII 1980

»

Toate procesele creştere-declin conţin un element de înţelegere sau de concepţie greşit. In cele două cazuri pe care le-am descris, procesul a luat forma efectului de levier al capitalurilor, adică furnizarea de acţiuni la preţuri mărite, care a fost posibilă datorită unei ipoteze eronate privind creşterea câştigurilor: creşterile obţinute prin furnizarea de acţiuni adiţionale la preţuri mărite artificial obţineau acelaşi credit ca şi creşterea la care se ajungea prin alte mijloace. Procesele creştere-declin sau boomurile sunt asociate mai frecvent cu indicele de îndatorare decât cu folosirea efectului de levier, dar am analizat doar o ipostază a lor în *Alchimia finanţelor,* criza bancară internaţională din 1980, care a fost generată de creditele excesiv de mari acordate ţărilor în curs de dezvoltare în anii 1970.

După şocul petrolului din 1973, cauzat de formarea OPEC (Organizaţia Ţărilor Exportatoare de Petrol), marile centre financiare au fost inundate de depuneri provenind din ţările producătoare de petrol şi le-au canalizat în principal spre ţările importatoare de petrol, care trebuiau să-şi finanţeze balanţa de plăţi a deficitelor. Băncile au folosit aşa-numiţii indici de debit pentru a evalua gradul de adecvare la credit al ţărilor debitoare, dar nu au înţeles decât prea târziu că indicii erau afectaţi de propriile lor activităţi de creditare.

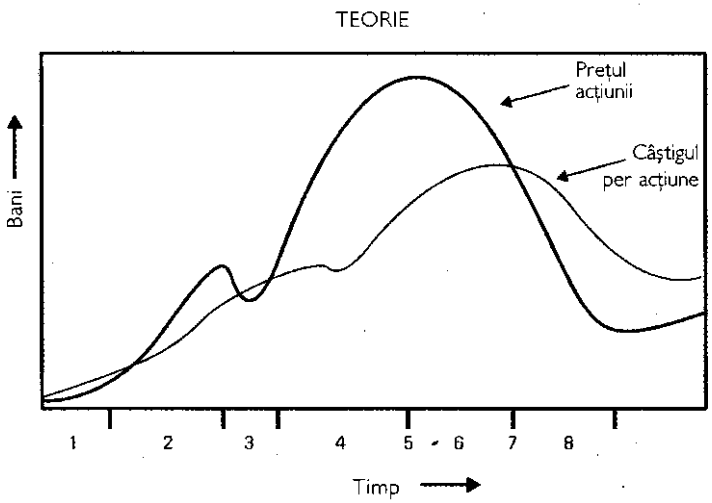
În cazul indicilor de îndatorare, concepţia greşită constă în eşecul de a recunoaşte legătura reflexivă în dublu sens dintre gradul de adecvare la credit şi dorinţa creditorului de a credita: de obicei se află în joc şi o garanţie, care ia cel mai frecvent forma proprietăţilor imobiliare. „Baloanele de săpun" apar atunci când băncile tratează valoarea imobiliară ca şi când ar fi independentă de asentimentul băncii de acceptare a girului.

Criza bancară internaţională din 1980 a fost întrucâtva diferită. Debitorii erau state suverane, care nu promiteau nici o garanţie. Respectabilitatea lor se măsura în indici de debit, care s-au dovedit a fi reflexivi: în loc să funcţioneze ca dat independent, indicele de debit al ţărilor debitoare a crescut în mod artificial în anii 1970, datorită consimţământului băncii de a le credita şi a unui

boom al preţurilor mărfurilor. Prima ţară care a întâmpinat dificultăţi a fost Mexicul, ţară producătoare de petrol. (Ungaria a precedat-o, dar problema era una internă). De la criza bancară internaţională din 1980, am fost martor la mai multe boomuri pe piaţa imobiliară în Japonia, Marea Britanie şi Statele Unite. Concepţia greşită se poate manifesta în diferite ipostaze, dar principiul este mereu acelaşi. Uimitor este faptul că apare recurent.

MODELUL CREŞTERE-DECLIN

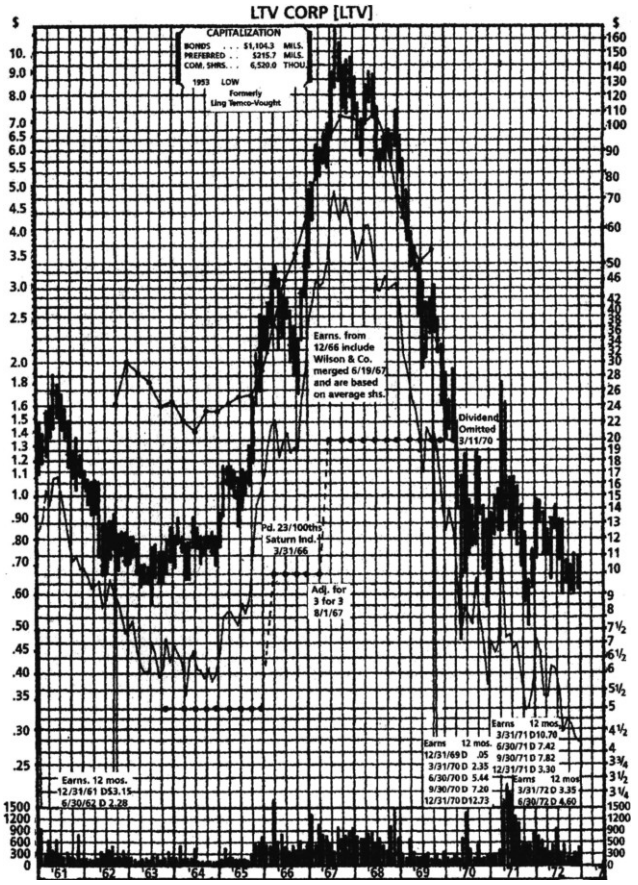
Folosind modelul boomului conglomeratelor, am gândit o secvenţă tipică de creştere-declin. Acţiunea se petrece pe parcursul a opt scene, începe cu o tendinţă şi cu un curent dominant. În cazul boomului conglomeratelor, tendinţa dominantă a fost preferarea creşterilor rapide de câştig pe acţiune, fără a pune accent pe modul în care se ajunsese aici; curentul dominant era capacitatea companiilor de a genera creşterea de câştiguri pe acţiune, utilizându-şi capitalul pentru a cumpăra de la alte companii la un procent mai scăzut de câştiguri. În stadiul iniţial (1), curentul nu este încă recunoscut. Apoi vine perioada de accelerare (2), când curentul este recunoscut şi întărit de tendinţele dominante. Acesta este momentul în care procesul se apropie de terenul dezechilibrului. Atunci când preţurile suferă un regres, poate interveni o perioadă de testare (3). Dacă tendinţele şi curentul supravieţuiesc probei, ambele devin mai puternice, iar condiţiile de dezechilibru, în care regulile obişnuite nu se mai aplică, devin ferme



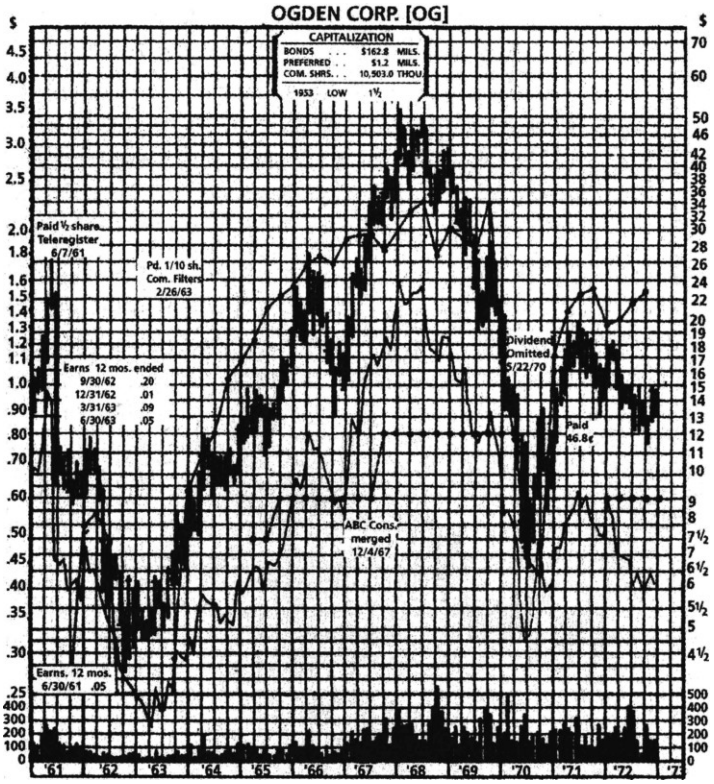
pe poziţii (4). Într-un final apare un moment de adevăr (5), când realitatea nu mai poate susţine aşteptările exagerate, urmat de o perioadă obscură (6), când oamenii continuă să participe la joc deşi nu mai cred în el. În final se atinge un punct de răspântie (7), când curentul se opreşte şi tendinţa este inversată, ceea ce duce la accelerarea catastrofei (8), cunoscută în mod obişnuit drept crah.

Modelul creştere-declin pe care l-am gândit are o formă uşor asimetrică. El tinde să înceapă încet, să se accelereze treptat şi să se prăbuşească mai abrupt decât s-a ridicat. Am selectat câteva exemple din viaţa reală care se

aseamănă prototipului — deşi unul din graficele pe care le utilizez aici, LTV, este poate prea simetric pentru o ilustrare fidelă.

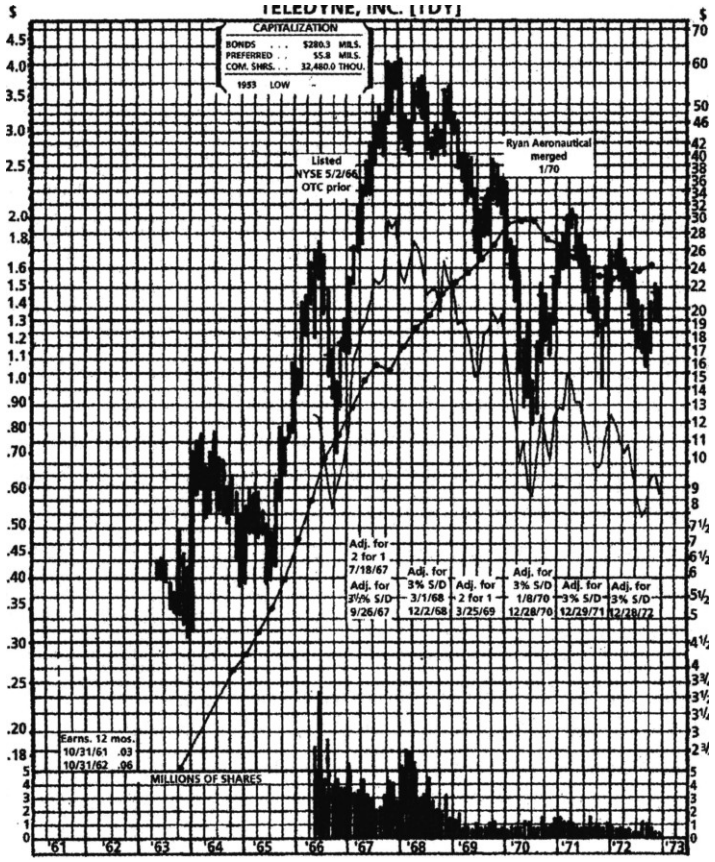

LTV CORP [LTV]
CAPITALIZATION
BONDS . . . $1,104.3 MILS.
PREFERRED . . $215.7 MILS.
COM. SHRS. . . 6,520.0 THOU.
1953 LOW
Formerly Ling Temco-Vought
Earns. from 12/66 include Wilson & Co. merged 6/19/67 and are based on average shs.
Dividend Omitted 3/11/70
Pd. 23/100ths Saturn Ind. 3/31/66
Adj. for 3 for 2 8/1/67
Earns. 12 mos. 12/31/61 D$3.15 6/30/62 D 2.28
Earns 12 mos. 12/31/69 D .05 3/31/70 D 2.35 6/30/70 D 5.44 9/30/70 D 7.20 12/31/70 D12.73
Earns 12 mos. 3/31/71 D10.70 6/30/71 D 7.42 9/30/71 D 7.82 12/31/71 D 3.30
Earns 12 mos. 3/31/72 D 3.35 6/30/72 D 4.60
'61 '62 '63 '64 '65 '66 '67 '68 '69 '70 '71 '72

(Prin amabilitatea Securities Research Company, a Division of Babson-United Investment Advisors, Inc., 208 Newbury St, Boston, MA 021 16.)


OGDEN CORP. [OG]
CAPITALIZATION
BONDS . . . $162.8 MILS.
PREFERRED . . $1.2 MILS.
COM. SHRS. . . 10,503.0 THOU.
1953 LOW 1½
Paid ½ share Teleregister 6/7/61
Pd. 1/10 sh. Com. Filters 2/26/63
Earns 12 mos. ended 9/30/62 .20 12/31/62 .01 3/31/63 .09 6/30/63 .05
Dividend Omitted 5/22/70
Paid 66.8¢
ABC Cons. merged 12/4/67
Earns. 12 mos. 6/30/61 .05
'61 '62 '63 '64 '65 '66 '67 '68 '69 '70 '71 '72 '73

(Prin amabilitatea Securities Research Company, a Division of Babson-United Investment Advisors, Inc., 208 Newbury St, Boston, MA 021 16.)

Exact aceeaşi secvenţă poate fi observată în criza bancară internaţională. A urmat acelaşi tipar asimetric — început greoi, accelerare treptată până la faza de boom, momentul de adevăr, urmat de perioada de declin şi colapsul catastrofic. Motivul pentru care nu am folosit-o ca paradigmă este acela că nu se preta la o reprezentare grafică. În cazul boomului conglomeratelor, puteam desena un grafic care să indice preţurile acţiunilor şi câştigul pe acţiune. În cazul crizei bancare internaţionale nu puteam crea un grafic similar.


CAPITALIZATION
BONDS . . . $280.3 MILS.
PREFERRED . . $5.8 MILS.
COM. SHRS. . . 32,480.0 THOU.
1953 LOW
Listed NYSE 5/2/66 OTC prior
Ryan Aeronautical merged 1/70
Adj. for 2 for 1 7/18/67
Adj. for 3½% S/D 9/26/67
Adj. for 3% S/D 3/1/68
Adj. for 3% S/D 12/2/68
Adj. for 2 for 1 3/25/69
Adj. for 3% S/D 1/8/70
Adj. for 3% S/D 12/28/70
Adj. for 3% S/D 12/29/71
Adj. for 3% S/D 12/28/72
Earns. 12 mos.
10/31/61 .03
10/31/62 .06
MILLIONS OF SHARES
'61 '62 '63 '64 '65 '66 '67 '68 '69 '70 '71 '72 '73

(Prin amabilitatea Securities Research Company, a Division of Babson-United Investment Advisors, Inc, 208 Newbury St, Boston, MA 02116.)

ALTE FORME DE REFLEXIVITATE

Ar fi o greşeală să credem, totuşi, că procesele reflexive se manifestă mereu sub forma unui balon. Ele pot lua multiple forme. În cadrul regimurilor de rate de schimb libere, de exemplu, relaţia reflexivă dintre evaluările pieţei şi aşa-numitele aspecte de bază tinde să genereze valuri multianuale. Nu există diferenţe între sus şi jos, cu excepţia cazului inflaţiei, şi nu există semne de asimetrie care să caracterizeze boomurile aflate încă în desfăşurare şi încă şi mai puţine dovezi privind o tendinţă spre echilibru.

E important să înţelegem că legăturile reflexive în dublu sens sunt mult mai des întâlnite pe pieţele financiare decât secvenţele creştere-declin. Participanţii la piaţă acţionează tot timpul pe baza înţelegerii imperfecte. Prin urmare, preţurile de pe piaţă exprimă mai degrabă o tendinţă dominantă decât o evaluare corectă. În majoritatea cazurilor, evaluările se dovedesc greşite, iar tendinţa este corectată, doar pentru a fi înlocuită de o altă tendinţă. Tendinţa

dominantă nu reuşeşte aproape niciodată să pună în mişcare un proces care iniţial se autoimpulsionează şi apoi se autodistruge. Excepţia apare doar atunci când tendinţa dominantă găseşte un soi de scurtcircuit prin care să afecteze aspectele de bază. Acest caz este de obicei asociat cu o ipoteză sau cu o concepţie greşită. Atât preţurile pieţei, cât şi condiţiile economice pot apoi să evolueze mai mult, în comparaţie cu ce ar fi fost posibil în absenţa unui scurtcircuit, iar atunci când apare reglementarea, ea poate avea consecinţe catastrofale.

PIETE VERSUS REGLEMENTATORI

»

Întrucât pieţele financiare nu tind spre echilibru, ele nu pot fi lăsate în grija propriilor mecanisme. Crizele periodice au adus în faţă reforme de reglementare. Acesta este modul în care au evoluat operaţiile bancare centralizate şi reglementarea pieţelor financiare. În timp ce secvenţele creştere-declin apar intermitent, interferenţa dintre pieţele financiare şi autorităţile financiare este un proces continuu. Important este să înţelegem că atât participanţii la piaţă, cât şi autorităţile financiare acţionează pe baza unei înţelegeri imperfecte şi tocmai acest lucru face ca interacţiunea dintre ei să fie reflexivă.

Neînţelegerile ambelor părţi rămân de obicei în limite rezonabile, pentru că preţurile pieţei oferă informaţii folositoare care permit ambelor părţi să-şi recunoască şi să-şi corecteze greşelile, dar ocazional erorile se autovali-dează, punând în mişcare un cerc, fie vicios, fie virtuos. Astfel de cercuri se aseamănă proceselor creştere-declin, în sensul că iniţial se autoimpulsio-nează, iar apoi se autodistrug. Cercurile vicioase, respectiv virtuoase sunt puţine şi îndepărtate în timp, pe când interacţiunile reflexive se petrec tot timpul. Reflexivitatea este o condiţie universala, pe când baloanele constituie un caz special.

Caracteristica distinctivă a proceselor reflexive este că ele conţin un element de nesiguranţă sau de nedeterminare. Incertitudinea este motivul pentru care comportamentul pieţelor financiare nu este determinat de generalizări universal valabile, ci urmează un drum unic, ireversibil, în cadrul procesului unidirecţional, putem distinge între evenimentele banale, de zi cu zi, care sunt repetitive şi se pretează destul de bine generalizărilor statistice, şi evenimentele unice, istorice, ale căror rezultate sunt în general incerte. Baloanele şi alte cercuri vicioase sau virtuoase aparţin categoriei din urmă. Ar trebui înţeles totuşi că relaţiile reflexive, circulare, nu generează neapărat procese semnificative din punct de vedere istoric. Cele care se autodistrug dispar fără urmă. La altele se renunţă de-a lungul timpului şi relativ puţine ajung într-un stadiu de dezechilibru. Mai mult, nici un proces nu are loc în condiţii de izolare totală. De obicei se desfăşoară câteva procese în acelaşi timp, interferând unul cu celălalt şi producând forme neregulate. Modelele

obişnuite nu apar decât în acele rare ocazii când un anumit proces este atât de puternic, încât le umbreşte pe toate celelalte. Probabil că nu am insistat suficient asupra acestei chestiuni în *Alchimia finanţelor,*

EROAREA TEORIEI ECHILIBRULUI

Teoria echilibrului are meritele ei. Ea oferă un model cu care şe poate compara realitatea. Când discutăm condiţiile de dezechilibru, este necesar să introducem şi conceptul de echilibru. Economiştii au încercat în repetate rânduri să îşi ajusteze modelele pentru a judeca realitatea. Aşa-numitele modele de afaceri ciclice de a doua generaţie au încercat să analizeze situaţiile creştere-declin. Nu le pot judeca validitatea, dar în mod sigur le lipseşte simplitatea modelului creştere-declin propus de mine. Îmi aduc aminte de precursorii lui Copernic, care urmăreau să îşi ajusteze paradigma circulară — după modelul traiectoriei eliptice a planetelor.

Este timpul unei noi paradigme, iar teoria reflexivităţii este disponibilă în acest sens, şi aici mă refer la întreaga teorie, nu doar la modelul creştere-declin. Teoria nu poate spera la recunoaştere ştiinţifică fără o reevaluare serioasă a ceea ce se aşteaptă de la o teorie care tratează fenomenele sociale. Dacă ar trebui să i se aplice standardele şi criteriile cerute teoriilor ştiinţelor naturale, teoria reflexivităţii nu poate fi considerată a fi ştiinţifică, întrucât ea afirmă existenţa unei diferenţe fundamentale între structura evenimentelor naturale şi a celor sociale. Dacă reflexivitatea introduce un element de incertitudine în evenimentele sociale, atunci aceste evenimente nu pot fi prezise într-un mod determinat.

Potrivit paradigmei dominante, pieţele financiare tind spre echilibru. Aceasta a dus la ipoteza conform căreia preţurile reale deviază de la echilibrul teoretic într-o manieră aleatorie. Deşi este posibilă construirea unor modele teoretice de-a lungul acestei linii directoare, pretenţia ca aceste modele să se aplice în lumea reală este atât falsă, cât şi înşelătoare. Ea nu ţine cont de posibilitatea ca devierile să se autoconsolideze, în sensul că ele pot altera echilibrul teoretic. Atunci când se întâmplă acest lucru, calcularea riscului şi tehnicile de comerţ bazate pe aceste modele pot claca, în 1998, Long-Term Capital Management, un fond de *hedging* mare randament care se folosea de asemenea tehnici, fiind consiliat de doi economişti laureaţi cu Premiul Nobel pentru planificarea acestor modele, se afla în pericol şi a trebuit salvat cu ajutorul Rezervei Federale a statului New York. Tehnicile şi modelele au fost modificate, dar abordarea de bază nu a fost abandonată. S-a observat că devierile de preţ nu urmau forma obişnuită a curbei tip clopot, ci aveau o coadă groasă. Pentru a permite riscul suplimentar atras de acest fenomen, au fost introduse teste de rezistenţă pentru a suplimenta calculul valorii la risc. Dar motivul cozilor groase a rămas neexplicat. El trebuie căutat în mişcările de preţ care se autoconsolidează; între timp, reflexivitatea continuă să fie ignorată, iar

folosirea modelelor greşite — mai ales în designul instrumentelor financiare sintetice — continuă să se propage. Acest*fapt se află la originea crizei financiare curente, ce va fi discutată în Partea a II-a.

RENUNŢAREA LA METODA UNICĂ

Ideea că pieţele tind spre echilibru a făcut loc politicilor care caută să acorde mână liberă pieţelor financiare. Numesc aceste politici funda-mentalism de piaţă şi susţin că fundamentalismul de piaţă nu este cu nimic mai bun decât doctrina marxistă. Ambele ideologii se deghizează în ştiinţe, pentru a se prezenta drept acceptabile, dar teoriile pe care le invocă nu trec testul realităţii. Ele folosesc metode ştiinţifice pentru a manipula realitatea, nu pentru a o înţelege. Faptul că metoda ştiinţifică poate fi folosită în acest mod ar trebui să fie un semnal de alarmă, o atenţionare că ceva este în neregulă în aplicarea aceloraşi metode şi criterii atât ştiinţelor naturale, cât şi celor sociale. Aşa cum am arătat în discuţia asupra principiului incertitudinii, situaţiile sociale pot fi influenţate prin afirmaţii care le vizează. Altfel spus, ele pot fi manipulate. Una dintre contribuţiile lui Karl Popper a fost aceea de a arăta că ideologiile precum marxismul nu se califică drept ştiinţifice. Dar el nu a mers suficient de departe. Nu a recunoscut că economia obişnuită poate fi exploatată în acelaşi mod neştiinţific. Eroarea se regăseşte în doctrina metodei unice. Înzestrând ştiinţele sociale cu prestigiul ştiinţelor naturale, ea permite teoriilor ştiinţifice să fie folosite în scop manipulator, mai degrabă decât cognitiv.

Capcana poate fi totuşi evitată. Tot ce trebuie să facem este să renunţăm la doctrină şi să adoptăm teoria reflexivităţii. Preţul este însă unul greu de plătit: economiştii trebuie să accepte reducerea statutului lor şi nu este de mirare că ei opun rezistenţă. Dar dacă obiectivul este acela de a urmări funcţia cognitivă, preţul merită plătit. Nu doar pentru că teoria reflexivităţii explică mai bine modul în care funcţionează pieţele financiare, dar ea este şi mai puţin favorabilă manipulării realităţii decât actualele teorii ştiinţifice dominante, deoarece evită să pretindă că ar avea abilitatea să prezică şi să explice fenomenele sociale. Odată ce recunoaştem că realitatea poate fi manipulată, prima noastră prioritate ar trebui să fie prevenirea interferenţei dintre funcţia manipulatoare şi căutarea cunoaşterii. Teoria reflexivităţii serveşte acestui scop, afirmând că evenimentele sociale devin imprevizibile de fiecare dată când reflexivitatea îşi face simţită prezenţa, în consecinţă, putem reduce aşteptările pe care le avem de la ştiinţele sociale. Nu ne putem aştepta ca evenimentele reflexive să fie determinate în funcţie de generalizări universal valabile atât timp cât reflexivitatea conţine un element de incertitudine şi nedeterminare (incertitudinea este legată de gândirea participanţilor, iar nedeterminarea de cursul evenimentelor).

O posibilă obiecţie privitoare la abandonarea metodei unice ar fi aceea că este imposibilă desenarea unei linii de delimitare clară între ştiinţele naturale şi

cele sociale. Dar dacă urmăm direcţia noastră de argumentare, nu trebuie să fim deranjaţi de faptul că această linie este una estompată. De fiecare dată când reflexivitatea îşi arată faţa mai puţin plăcută, ar trebui să ne reducem aşteptările.

NOUA PARADIGMĂ

Voi explica în ce fel noua paradigmă diferă de cea veche. Aplicând postulatul failibilităţii radicale pieţelor financiare, putem susţine că în loc să aibă dreptate mereu, pieţele financiare greşesc mereu. Pieţele au totuşi abilitatea de a se corecta şi, ocazional, de a transforma erorile în realitate, printr-un proces reflexiv de autovalidare. În acest fel ele par să aibă dreptate întotdeauna. Mai exact, pieţele financiare nu pot prezice scăderea activităţii economice cu precizie, dar o pot cauza.

Participanţii acţionează în baza unei înţelegeri imperfecte. Ei îşi bazează deciziile pe interpretări incomplete, părtinitoare şi eronate asupra realităţii, şi nu pe cunoaştere, iar rezultatele pot fi diferite de aşteptări. Divergenţa oferă un feedback util, pe baza căruia ei îşi pot ajusta comportamentul. Un astfel de proces este improbabil să producă rezultate satisfăcătoare tot timpul. De fapt pieţele se depărtează de un echilibru teoretic aproape la fel de frecvent pe cât se apropie de el şi pot fi prinse într-un proces care iniţial se autoimpulsionează, iar apoi se autodistruge. Boomurile duc adesea la crize financiare, care, la rândul lor, duc la reglementarea pieţelor financiare. Astfel a evoluat sistemul financiar, prin crize periodice care duc la reforme de reglementare.

Din acest motiv pieţele financiare pot fi interpretate mai bine ca un proces istoric şi iată de ce acest proces nu poate fi înţeles fără a ţine cont de rolul reglementatorilor. În lipsa unor autorităţi, pieţele financiare ar fi sortite unei noi prăbuşiri, dar în realitate aceste cazuri apar doar rareori, deoarece pieţele operează în condiţii de supraveghere constantă, şi, chiar dacă autorităţile tind să fie servile în mod obişnuit, ele devin vigilente în caz de urgenţă — cel puţin în cazul democraţiilor.

Majoritatea proceselor reflexive implică o interdependenţă între participanţi şi reglementatori. Pentru a înţelege această interdependenţă, este important să reţinem că reglementatorii pot greşi la fel de uşor ca pârtieipanţii. Schimbările din mediul de reglementare plasează fiecare criză într-un context istoric unic. Iar acest fapt este suficient pentru a justifica ideea potrivit căreia acest comportament al pieţelor poate fi privit mai degrabă ca un proces istoric.

Fundamentaliştii pieţelor dau vina pe failibilitatea reglementatorilor pentru erorile pieţei şi au pe jumătate dreptate: atât pieţele, cât şi reglementatorii sunt failibili. Fundamentaliştii pieţelor greşesc susţinând că reglementatorii ar trebui înlăturaţi din cauza failibilităţii lor, afirmaţie care se întâmplă să fie exact opusul celei aparţinând doctrinei comuniste, potrivit căreia pieţele ar trebui abolite pe motivul failibilităţii lor. Karl Popper (şi

Friedrich Hayek) au demonstrat pericolele ideologiei comuniste. Admiterea caracterului ideologic al fundamentalişmului pieţelor ne-ar potenţa înţelegerea realităţii. Faptul că reglementatorii sunt falibili nu demonstrează că pieţele sunt perfecte, ci doar justifică reexaminarea şi îmbunătăţirea mediului de reglementare.

Care este momentul în care legăturile reflexive — endemice pe pieţele financiare — se transformă în procese care se autoimpulsionează, semnificative din punct de vedere istoric, afectând nu doar preţurile pe pieţele financiare, ci şi aspectele de bază pe care aceste preţuri ar trebui să le reflecte? Aceasta este întrebarea la care trebuie să răspundă teoria reflexivităţii pentru a se dovedi de folos. Subiectul merită o investigaţie mai detaliată, dar bazându-mă pe argumente teoretice şi dovezi empirice, înaintez ipoteza preliminară potrivit căreia *într-un proces creştere-declin, trebuie să existe un anumit tip de influenţă şi un anumit tip de interpretare sau de concepţie greşită pentru a-i permite dezvoltarea.* Aceasta este ipoteza pe care o propun spre probare. După cum am mai spus, principala demonstraţie pe care baza mea conceptuală o are de oferit este aceea că interpretările eronate joacă un rol semnificativ în cursul istoriei. Acest mesaj este în mod special relevant pentru înţelegerea mersului pieţelor financiare în acest moment al istoriei.

Una dintre diferenţele majore dintre paradigma nouă şi cea veche constă în faptul că cea nouă abordează într-o manieră mai precaută folosirea efectului de levier. Teoria reflexivităţii recunoaşte incertitudinile asociate cu falibilitatea reglementatorilor, precum şi a participanţilor la piaţă. Paradigma dominantă admite doar riscurile cunoscute şi greşeşte nerecunoscând consecinţele deficienţelor şi judecăţilor ei greşite. Acest fapt se găseşte la originea degringoladei actuale.

Partea a II-a
CRIZA CURENTĂ ŞI CONSECINŢELE EI
5
Capitolul S
IPOTEZA SUPER-BALOANELOR DE SĂPUN

Ne aflăm în mijlocul unei crize financiare fără asemănare de la Marea Recesiune din 1930 încoace. În mod cert, acesta nu este un preludiu al unei noi Mari Recesiuni; istoria nu se repetă. Sistemul bancar nu va fi lăsat să intre în colaps tocmai pentru că prăbuşirea de atunci a cauzat Marea Recesiune. În acelaşi timp, criza curentă nu este comparabilă cu crizele periodice care au afectat începând cu 1980 anumite segmente ale sistemului financiar — criza bancară internaţională din 1982, criza economiilor şi a creditelor din 1986, dezastrul portofoliului de asigurări din 1987, căderea Kidder Peabody din 1994, criza care a apărut pe piaţă în 1997, căderea Long Term Capital Management

din 1998, criza tehnologică din 2000. Criza nu se limitează doar la o anumită companie sau la un anumit segment al sistemului financiar, ci a adus întregul sistem financiar în pragul dezastrului şi este ţinută în frâu cu mari dificultăţi. Acest fapt va avea consecinţe pe termen lung; nu este vorba doar de o afacere, ca de obicei, ci de sfârşitul unei epoci.

Pentru a explica ce vreau să spun prin această afirmaţie întrucâtva pretenţioasă, voi apela la teoria reflexivităţii şi la modelul creştere-declin pe care l-am introdus în capitolul 4, dar explicaţia pe care o voi oferi nu va fi în nici un caz una simplă. Nu trebuie să luăm în considerare doar un proces creştere-declin sau un balon de săpun, ci două: balonul de pe piaţa locuinţelor şi ceea ce voi numi pe termen lung super-balonul de săpun. Balonul imobiliar este destul de limpede deja, faţă de super-balonul de săpun, pe care îl consider mai complex. Pentru a complica lucrurile şi mai tare, cele două baloane nu s-au dezvoltat izolat unul de celălalt, ci sunt puternic întrepătrunse în istoria acestei perioade. Situaţia curentă nu poate fi înţeleasă fără a ţine cont mai ales de puterea economică a Chinei, a Indiei şi a unor state producătoare de petrol şi materii prime, de boomul prin care trece producţia, de sistemul valutar, care pe de-o parte este legat de dolar, pe de altă parte este independent de acesta, iar în alte cazuri se află undeva la mijloc; iar dincolo de toate acestea, ea depinde şi de creşterea dorinţei restului lumii de a nu mai deţine dolari.

BALONUL IMOBILIAR DIN STATELE UNITE

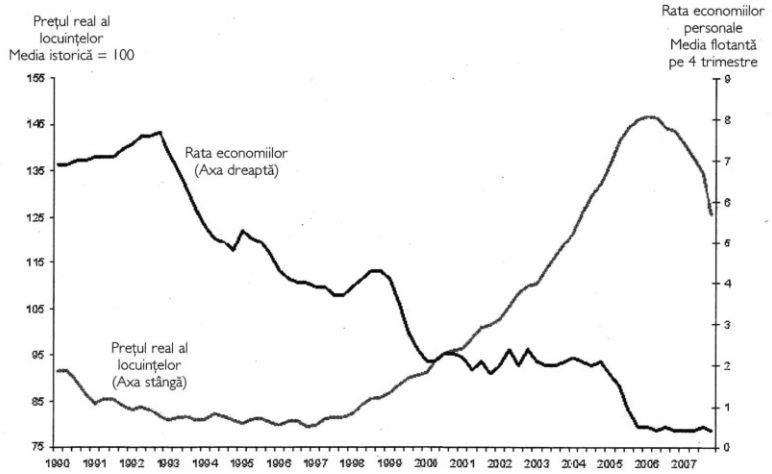
Ca urmare a balonului tehnologic care a izbucnit în 2000 şi a atacurilor teroriste de la 11 septembrie 2001, Rezerva Federală a scăzut fondurile federale până la 1% şi le-a menţinut astfel până în iunie 2004. Acest fapt a permis balonului imobiliar să se dezvolte în Statele Unite. Baloane similare au putut fi observate în alte părţi ale lumii, mai ales în Marea Britanie, Spania şi Australia. Ceea ce diferenţiază balonul imobiliar din Statele Unite este mărimea şi importanţa sa în cadrul economiei globale şi a sistemului financiar internaţional. Piaţa imobiliară a scăzut mai repede în Spania decât în Statele Unite, fapt care a trecut neobservat pretutindeni, mai puţin pe plan local. Din contră, titlurile ipotecare americane au fost distribuite în toată lumea, mulţi deţinători instituţionali europeni, în special germani, fiind mai puternic implicaţi chiar decât cei americani.

Luat separat, balonul imobiliar din Statele Unite a urmat cu conştiinciozitate drumul prescris de modelul creştere-declin. A existat o tendinţă dominantă — standarde de creditare mai puţin stricte şi o extindere a indicatorilor credit-valoare — care a fost susţinută de ipoteza eronată conform căreia valoarea garanţiei nu este afectată de disponibilitatea de a credita. Aceasta este ipoteza cel mai des întâlnită care a stat la baza baloanelor anterioare, în special în zona imobiliară. Este surprinzător faptul că această lecţie nu a fost încă învăţată.

Dimensiunea balonului poate fi ilustrată strălucit prin câteva grafice, în primul grafic, linia descendentă arată rata economiilor (scara din dreapta), iar cea ascendentă preţurile locuinţelor ajustate la inflaţie. Al doilea grafic arată creşterea fără precedent a debitelor ipotecare. Americanii au adunat mai multe datorii din ipotecile domestice în ultimii şase ani decât în toată durata anterioară de viaţă a pieţei ipotecare. Al treilea grafic ilustrează declinul calităţii creditelor. Din cauză că agenţiile îşi bazau evaluările pe experienţele pierderilor anterioare, iar aceste experienţe se îmbunătăţiseră în timpul creşterii preţurilor la locuinţe, agenţiile au devenit extrem de generoase în evaluarea obligaţiunilor ipotecare de garanţie. În acelaşi timp, iniţiatorii ipotecilor au devenit din ce în ce mai agresivi în practicile de creditare pe piaţa rezidenţială (ceeâ ce nu este evidenţiat în acest grafic), în final, casele puteau fi cumpărate fără avans şi fără întrebări. Fostele ipoteci din sectorul subprime şi de tip Alt-A din 2005 şi 2006 sunt recunoscute pentru calitatea scăzută. Graficul 4 ilustrează creşterea procentuală a ofertelor subprime şi Alt-A. În 2006, 33% din ofertele ipotecare aparţineau acestor două categorii. Graficele 3 şi 4 indică deteriorarea calităţii creditelor. Procesul a fost pus în mişcare de urmărirea veniturilor din comisioane. Graficul 5 ilustrează creşterea veniturilor Moody provenite din produse structurate. Până în 2006, veniturile Moody provenite din produse structurate se aflau la paritate cu veniturile provenite din afacerile tradiţionale de evaluare a obligaţiunilor. Graficul 6 arată creşterea exponenţială a produselor sintetice.

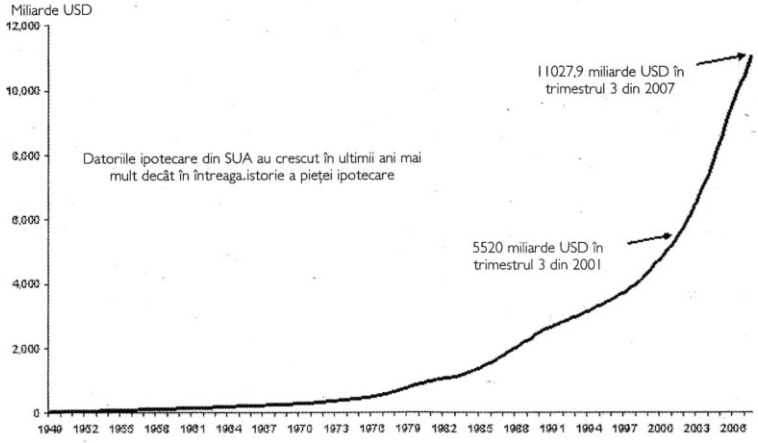
Balonul a început greu, a rezistat timp de câţiva ani şi nu a intrat imediat în declin atunci când rata dobânzii a început să crească, întrucât era susţinut de cererea speculanţilor, de practici de creditare din ce în ce mai agresive şi de modalităţi sofisticate de garantare a ipotecilor. Clipa adevărului a sosit într-un final, atunci când, în primăvara lui 2007, problemele din sectorul subprime au dus la faliment New Century Financial Corporation, moment urmat de o perioadă obscură în care preţurile locuinţelor au început să scadă, dar oamenii refuzau să înţeleagă că jocul se sfârşise. Managerul Citibank, Chuck Prince, afirma că: „Atunci când jocul se va opri, lucrurile vor deveni complicate în ceea ce priveşte lichidităţile. Dar, atâta timp cât jocul continuă, trebuie să iei parte la el. Iar noi încă jucăm"*. Atunci când punctul de cotitură a fost atins într-un final, în august 2007, curba descendentă a fost accelerată brusc, fiind agravată de contagierea segmentelor de piaţă. Părea o reminiscenţă a acelei mingi ce dărâmase o ţară după alta în cadrul crizei din 1997, a pieţelor în curs de dezvoltare. Chiar şi aşa, piaţa de acţiuni reuşise să recupereze din august 2007 până în luna octombrie a aceluiaşi an, mişcare neanticipată de modelul pe care îl propun. Modelul presupune o prăbuşire bruscă şi scurtă, urmată de o întoarcere dificilă şi lentă la condiţiile apropiate de starea de echilibru.

GRAFICUL I: RATA ECONOMIILOR PERSONALE IN SUA


Prețul real al locuințelor Media istorică = 100
Rata economiilor personale Media flotantă pe 4 trimestre
Rata economiilor (Axa dreaptă)
Prețul real al locuințelor (Axa stângă)

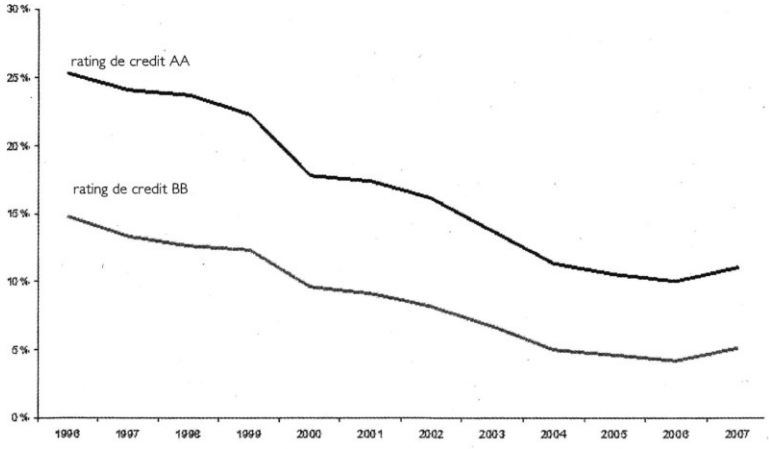
SURSE: Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, Standard ans Poors, Macrömarkets, Häver Analytics. Calculele noastre

GRAFICUL 2: CREŞTEREA DATORIILOR IPOTECARE ÎN SUA


Miliarde USD
11027,9 miliarde USD în trimestrul 3 din 2007
Datoriile ipotecare din SUA au crescut în ultimii ani mai mult decât în întreaga.istorie a pieței ipotecare
5520 miliarde USD în trimestrul 3 din 2001

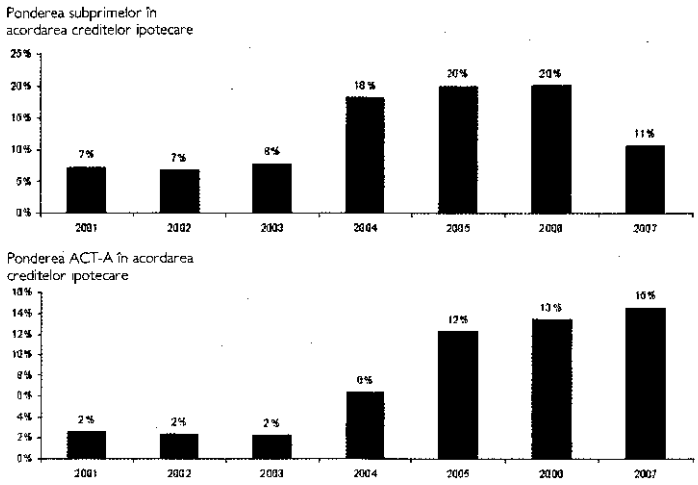
SURSA: Federal Reserve Board, Häver Analytics, locuinţe unifamiliale

GRAFICUL 3: AU FOST CREDITELE IPOTECARE DIN CE ÎN CE MAI SIGURE?



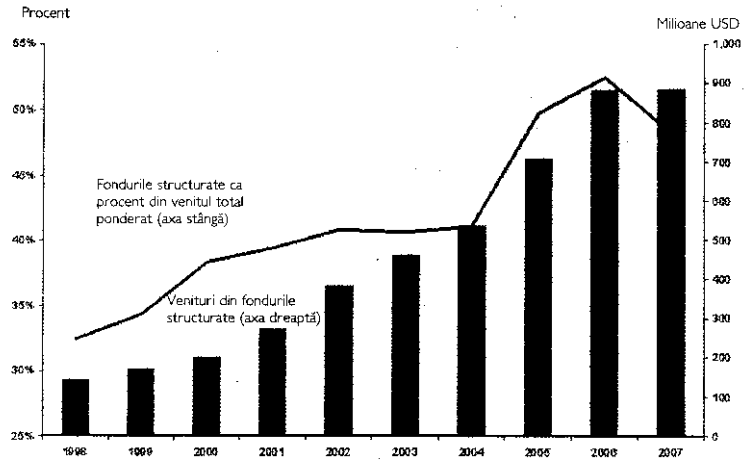
SURSA: RBS Greenwich Credit Capital, Intex Solutions Inc. and Commercial Montgage Alert

GRAFICUL**4:** DISPONIBILITATE ENORMĂ DE CREDITARE



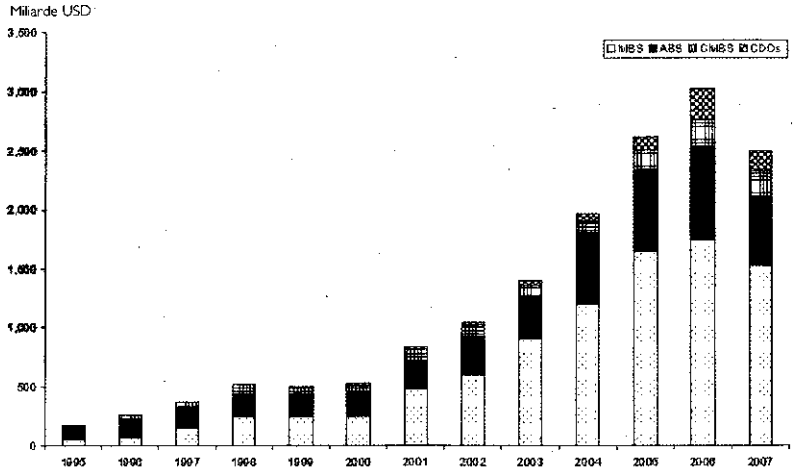
SURSA: Inside Montgage Finance. 2007 (până în trimestrul 2)

GRAFICUL 6: VENITUL PONDERAT DIN FINANŢĂRILE STRUCTURATE



SURSA: Moodys – raporturi anuale – 2000-2007, calculele noastre

GRAFICUL 6: SECURITIZARE PE BAZĂ DE ACTIVE REEVALUATE



SURSA: Lehman Brothers

În acest caz, a fost vorba de o cădere incompletă atât în august 2007, cât şi în ianuarie 2008. De fiecare dată Rezerva Federală a intervenit şi a coborât rata fondurilor federale, iar piaţa de acţiuni a prins încredere în ideea că Rezerva Federală va proteja economia de consecinţele crizei financiare, aşa cum a făcut-o şi în trecut. Consider această ipoteza greşită. Rezerva Federală

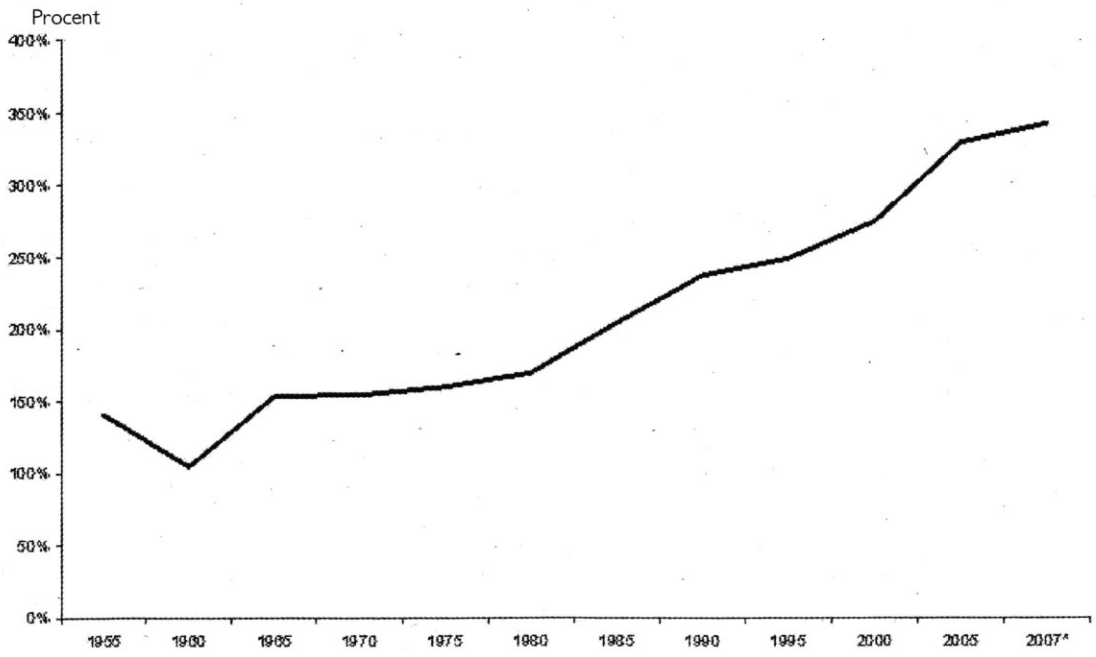
este restricţionată în abilitatea ei de a proteja economia, de faptul că face acest lucru prea des. În opinia mea, această criză financiară nu este asemenea altora petrecute în istoria recentă.

IPOTEZA SUPER-BALOANELOR DE SĂPUN

Suprapusă peste balonul imobiliar din Statele Unite, există o altă secvenţă creştere-declin, mai amplă, care a ajuns într-un final la punctul culminant, de cotitură. Super-balonul de săpun este mult mai complex decât balonul imobiliar şi cere o explicare mai complexă. Procesele creştere-declin apar printr-o interacţiune reflexivă dintre o tendinţă dominantă şi o ipoteză dominantă eronată. Tendinţa dominantă în super-balonul de săpun este aceeaşi cu cea a balonului imobiliar — metode din ce în ce mai sofisticate de creare a creditelor — dar ipoteza este una diferită. Ea rezidă într-o încredere excesivă în mecanismele pieţei. Preşedintele Reagan le-a numit magia pieţei, eu i-am spus fundamentalism de piaţă. Ideea devenise principiul major al anilor 1980, atunci când Reagan a ajuns preşedinte în Statele Unite, iar Margaret Thatcher prim-ministru în Regatul Unit, deşi rădăcinile ei se găsesc mult mai în urmă — în secolul al XIX-lea, principiul era numit *laissez-faire.*

Fundamentalismul de piaţă îşi are rădăcinile în teoria competiţiei perfecte, aşa cum a fost ea expusă de Adam Smith şi de economiştii clasici, în perioada postbelică, ideea a fost încurajată de eşecul comunismului, al socialismului şi al altor forme de intervenţionism al statului. Acest elan se sprijină totuşi pe nişte premise false: faptul că intervenţia statului este mereu greşită nu face pieţele perfecte. Argumentul de bază al teoriei reflexivităţii este acela că toate constructele umane sunt greşite. Pieţele financiare nu tind neapărat spre echilibru; lăsate la îndemâna propriilor instrumente, ele pot fluctua între extremele de euforie şi disperare. Acesta e tocmai motivul pentru care nu sunt lăsate să acţioneze după bunul plac — autorităţile financiare având sarcina de a le supraveghea şi a le reglementa, încă de la Marea Recesiune, autorităţile au avut un succes remarcabil în

GRAFJCUL7: DATORIILE PIEŢEI CREDITELOR DIN SUA CA PROCENT DIN PIB



SURSA: Federal Reserve, Bureau of Economic Analysis, Hayer Analytics, calculele noastre. * 2007 până în trimestrul 3

evitarea unei prăbuşiri a sistemului financiar internaţional. Ironia este că tocmai acest succes a permis fundamentalismului de piaţă să renască. În perioada în care am studiat la Londra în anii 1950, politica *laissez-faire* părea moartă şi îngropată. Şi totuşi, ea a revenit în anii 1980. Sub influenţa ei, autorităţile financiare au pierdut controlul pieţelor financiare, iar super-balonul de săpun a putut izbucni.

Super-balonul de săpun îmbină trei tendinţe majore, fiecare conţinând cel puţin un defect. Prima tendinţă este una pe termen lung, vizând extinderea sporită a creditelor, indicată de proporţiile credit-valoare şi de împrumuturi, şi volumul sporit al creditelor raportat la produsul intern brut (vezi graficul 7). Această tendinţă este rezultatul politicilor contraciclice dezvoltate ca reacţie la Marea Recesiune. De fiecare dată când sistemul bancar se află în pericol sau dacă se întrevede recesiunea, autorităţile financiare intervin, ajutând instituţiile aflate în pericol şi stimulând economia. Intervenţia lor introduce un stimulent asimetric pentru extinderea creditelor, cunoscut şi că risc moral. A doua tendinţă este globalizarea pieţelor financiare, iar a treia, înlăturarea progresivă a reglementărilor financiare şi accelerarea inovaţiilor financiare. După cum vom vedea, globalizarea are şi ea o structură asimetrică. Ea favorizează Statele Unite şi alte câteva state dezvoltate, ca centre ale sistemului financiar şi dezavantajează economiile mai puţin dezvoltate de la periferie. Disparitatea dintre centru şi periferie nu este unanim recunoscută, dar ea a jucat un rol important în dezvoltarea super-balonului de săpun. După cum am menţionat deja, atât reglementările, cât şi multe dintre inovaţiile recente pleacă de la premisa greşită că pieţele tind spre echilibru şi că devierile sunt întâmplătoare.

Super-balonul de săpun adună laolaltă aceste trei tendinţe şi trei defecte. Prima tendinţă poate fi identificată încă din anii 1930, dar a doua şi a treia au apărut limpede abia în anii 1980. Super-balonul de săpun poate fi prin urmare datat, el începând în 1980; acesta este momentul în care fundamentalismul de piaţă a devenit principiul de bază al sistemului financiar internaţional. În mod evident super-balonul de săpun nu este un proces simplu de depistat sau de explicat.

GLOBALIZAREA

Globalizarea pieţelor financiare a fost un proiect de succes al fundamentalismului de piaţă. Dacă capitalul financiar este liber să circule, devine dificil pentru orice stat să-1 impoziteze sau să-1 reglementeze deoarece se poate muta în altă parte. Acest fapt pune capitalul într-o poziţie privilegiată. Guvernele trebuie adesea să ţină seama mai degrabă de cerinţele capitalului internaţional, decât de dorinţele propriei populaţii. Acesta este motivul pentru care globalizarea pieţelor financiare a servit obiectivelor fundamentaliştilor de piaţă atât de bine. Procesul a început odată cu reciclarea petrodolarilor, ca urmare a crizei petroliere din 1973, dar a fost accelerat în timpul mandatului Reagan-Thatcher.

Globalizarea nu a adus cu sine un teren de joc pe care pieţele libere ar urma să-1 ocupe, după doctrina fundamentalismului de piaţă. Sistemul financiar internaţional este sub controlul unui consorţiu de autorităţi financiare reprezentând ţările dezvoltate. Acestea constituie *Acordul de la Washington* şi urmăresc să impună o disciplină de piaţă strictă asupra statelor, fiind totodată dornice să schimbe regulile atunci când însuşi sistemul financiar este în pericol. Prin modul în care funcţionează sistemul, rolul Statelor Unite, care se bucură de drept de veto în instituţiile Bretton Woods — Fondul Monetar Internaţional şi Banca Mondială — este „mai egal" decât al altora. Dolarul a servit drept monedă de schimb internaţională acceptată de băncile centrale din toată lumea. Prin urmare, Statele Unite au reuşit să urmărească politici contraciclice, în timp ce ţările în curs de dezvoltare şi într-o măsură mai mică alte ţări dezvoltate au fost forţate să trăiască prin mijloace proprii. Acest lucru a făcut mai sigură deţinerea de active financiare la centru decât la periferie. Pe măsură ce graniţele circulaţiei capitalului au fost îndepărtate, economiile mondiale au fost atrase către centru şi apoi redistribuite. Printr-o coincidenţă poate nu foarte ciudată, Statele Unite au dezvoltat un deficit cronic de cont curent în timpul guvernării Reagan. Deficitul a continuat de atunci să crească, ajungând la 6, 6 procente din Produsul Intern Brut în ultimul trimestru al anului 2006. Consumatorul american a devenit motorul economiei mondiale.

LIBERALIZAREA

La sfârşitul celui de-al Doilea Război Mondial, industria financiară — băncile şi pieţele — au fost strict reglementate. Anii de după război au dus la

ridicarea treptată a restricţiilor, la început lent, dar apoi tot mai rapid, ajungând la un crescendo în anii 1980. Întrucât pieţele financiare nu tind către echilibru, liberalizarea lor a deschis drumul crizelor de ocazie. Majoritatea crizelor au avut loc în ţările mai puţin dezvoltate de pe glob şi au putut fi puse pe seama lipsei lor de dezvoltare, unele punând în pericol stabilitatea sistemului financiar internaţional, în special criza bancară internaţională din anii 1980 şi criza pieţelor emergente din 1997-1998. În aceste cazuri, autorităţile financiare doreau să-şi îndrepte regulile pentru a salva sistemul, dar disciplina de piaţă a continuat să se aplice ţărilor mai puţin dezvoltate.

Această asimetrie, combinată cu interesul asimetric pentru extinderea creditărilor din ţările dezvoltate, au absorbit economiile mondiale de la periferie către centru şi au permis Statelor Unite să dezvolte un deficit cronic de cont curent. Începând din perioada mandatului Reagan, Statele Unite au dezvoltat de asemenea un deficit bugetar considerabil. Paradoxal, deficitul bugetar a slujit la finanţarea deficitului de cont curent deoarece ţările cu excedente şi-au investit rezervele monetare consistente în obligaţiuni guvernamentale şi de agenţie emise de Statele Unite. Aceasta era o situaţie destul de ingrată, deoarece fluxul de capital venea din ţările mai puţin dezvoltate către Statele Unite şi atât contul curent, cât şi deficitele bugetare ale Statelor Unite au slujit ca surse principale de expansiune a creditelor. O altă sursă importantă a fost introducerea de noi instrumente financiare şi utilizarea crescută a efectului de levier de către bănci şi de către unii clienţi, precum fondurile de *hedging* şi fondurile de acţiuni. O altă sursă de extindere a creditelor a fost Japonia, care după un balon din sectorul imobiliar, a scăzut rata dobânzilor aproape la zero, menţinându-le acolo pe termen nedefinit. Acest fapt a dus la creşterea aşa-numitului transport comercial, cu ajutorul căruia instituţiile străine împrumutau yeni, iar persoanele fizice japoneze îşi foloseau economiile pentru a investi în monede mai profitabile, de obicei bazate pe efectul de levier.

Aceste dezechilibre au putut continua să crească deoarece creditorii şi debitorii implicaţi erau bine corelaţi. Exista un raport simbiotic între Statele Unite, bucuroase să consume mai mult decât produceau, şi China care, împreună cu alte ţări exportatoare asiatice, erau bucuroase să producă mai mult decât consumau. Statele Unite acumulau datorii externe, în timp ce China şi celelalte state acumulau rezerve monetare. Statele Unite aveau cote de economii scăzute, celelalte unele crescute. Exista un raport simbiotic similar între bănci şi clienţi — în special fondurile de *hedging şi* fondurile private de acţiuni — şi de asemenea între creditorii ipotecari şi debitori.

Situaţia a devenit insuportabilă odată cu creşterea balonului imobiliar în SUA şi cu introducerea de inovaţii financiare bazate pe o paradigmă falsă. Instrumente financiare sintetice, estimări de risc şi modele comerciale

patentate au fost clădite pe baza teoriei că pieţele tind spre echilibru iar deviaţiile sunt aleatorii. Aceste inovaţii au luat ca punct de plecare experienţa trecutului, incluzând toleranţe potrivite pentru deviaţii şi pentru apariţia de noi direcţii, dar nu au reuşit să recunoască efectul pe care ele însele îl generaseră. Gospodăriile au devenit din ce în ce mai dependente de aprecierea cu două cifre a preţurilor locuinţelor. Rata economiilor a scăzut sub zero şi multe familii şi-au retras acţiunile refinanţându-şi ipotecile la o cotă şi mai crescută. Retragerile de acţiuni ipotecare au ajuns la aproape un bilion de dolari în 2006. Această sumă reprezenta 8% din maximul Produsului Intern Brut, cuantificând mai mult decât deficitul de cont curent. Când preţurile locuinţelor au încetat să mai crească, aceste direcţii au trebuit temperate şi în final inversate. Gospodăriile s-au văzut supraexpuse şi supraîndatorate. În cele din urmă, consumul a trebuit să se reducă. Declinul urmează modelul tipic al secvenţei creştere-declin, dar, în plus, apare fenomenul de evitare a dolarului şi alte excese introduse de inovaţiile recente din sistemul financiar. Aceasta este legătura dintre balonul imobiliar şi super-balonul de săpun.

Pentru a înţelege mai bine ce se întâmplă, este important să notăm diferenţa dintre această criză şi crizele periodice ce au punctat istoria financiară din anii 1980 până în prezent. Crizele anterioare au slujit ca teste de succes, care au consolidat pe termen lung atât tendinţele dominante, cât şi prejudecăţile greşite privind super-baloanele de săpun. Această criză joacă un alt rol: ea constituie punctul de inflexiune sau punctul de cotitură nu numai pentru balonul imobiliar, ci şi pentru super-balonul de săpun. Cei care insistă asupra faptului că criza subprime a fost un fenomen izolat, nu au o imagine adecvată asupra situaţiei. Criza subprime a constituit mai degrabă mecanismul care a declanşat prăbuşirea super-balonului de săpun.

În retrospectivă, crizele anterioare au jucat în mod limpede rolul unor teste de succes care au consolidat super-balonul, în timp ce rolul şi semnificaţia actualei crize sunt mai puţin definite. Punctul meu de vedere, potrivit căruia aceste este sfârşitul unei ere, nu reprezintă decât o afirmaţie, nu un fapt sau o predicţie ştiinţifică. Ea trebuie demonstrată.

Există dovezi însemnate care sprijină ipoteza super-balonului de săpun. Condiţiile de creditare fuseseră destinse într-o asemenea măsură, încât este dificil să înţelegi cum au putut fi destinse şi mai mult. Condiţiile de creditare pentru ipoteci, împrumuturile auto şi cârdurile de credit au atins un maxim al destinderii. Acelaşi lucru se aplică şi altor ţări dezvoltate, cum ar fi Regatul Unit şi Australia. Se poate aplica de asemenea şi creditului comercial, în special în cazul achiziţionării de companii pe credit şi în acela al sectorului imobiliar comercial. Dar acelaşi argument a putut fi enunţat în legătură cu crizele financiare anterioare. Într-adevăr, am folosit acest argument în *Criza capitalismului global,* în momentul extinderii crizei pieţelor emergente din

1997, dar m-am înşelat. Nimeni nu poate prezice ce metode de acordare de credit pot fi inventate şi ce surse de capital pot fi descoperite. De exemplu, în actuala criză, câteva bănci au fost capabile să-şi reaprovizioneze capitalul din fonduri suverane. În mod similar, după dezastrul bursei de valori din 1987, Japonia s-a extins în roiul creditorului şi investitorului de ultimă instanţă. În caz de nevoie, Rezerva Federală poate întotdeauna să emită mai mulţi dolari. Deci, argumentul cum că am epuizat toate sursele de finanţare nu este pe deplin convingător.

Mult mai persuasivă este ideea că, de această dată, criza nu eşte închisă într-un segment anume al pieţelor financiare, ci a cuprins ea însăşi întregul sistem financiar. Cu fiecare zi ce trece devine mai evident faptul că actuala criză nu poate trece proba amintită. Clarificarea pieţelor a sfidat eforturile autorităţilor financiare de a le aduce sub control. Băncile centrale au reuşit să injecteze lichidităţi în sistemul bancar, dar fluxul creditelor dinspre bănci înspre economie a fost întrerupt mult mai grav şi pe o perioadă mult mai lungă decât în orice caz anterior. Este pentru prima dată de la Marea Recesiune când sistemul financiar internaţional a ajuns atât de aproape de o dispariţie veritabilă. Aceasta este diferenţa clară dintre această criză financiară şi cele anterioare.

Ce anume face ca actuala criză să fie diferită de cele anterioare? Băncile centrale joacă acelaşi rol contraciclic ca şi înainte. Ele reacţionau încet în astfel de ocazii, pe de o parte, deoarece este posibil să fi crezut sincer că această criză subprime era un fenomen izolat, iar, pe de altă parte, deoarece erau îngrijorate de pericolul moral. Într-un fel sau altul, au căzut sub grafic. Dar odată ce a devenit clar că dezmembrarea sectorului financiar era pe cale să afecteze economia reală, autorităţile au fost gata, ca întotdeauna, să furnizeze un stimul monetar şi fiscal. Capacitatea acestora de a stimula economia este determinată de trei factori: în primul rând, inovaţia financiară a fost cuprinsă în ultimii ani de un acces de panică, iar unele dintre noile pieţe şi instrumente financiare introduse s-au dovedit neraţionale şi sunt acum dezvăluite. În al doilea rând, dorinţa restului lumii de a deţine dolari este în scădere. Acest fapt limitează capacitatea autorităţilor financiare de a se angaja în politici contraciciïce, deoarece aceste politici pot avea ca rezultat evitarea dolarului şi creşterea impetuoasă a spectrului inflaţiei. Statele Unite se află într-o poziţie ce aminteşte de ţările de la periferie. Cu alte cuvinte, câteva dintre avantajele poziţiei ocupate de SUA, de control indiscutabil asupra sistemului au fost pierdute, în al treilea rând, baza de capital a băncilor este sever deteriorată, ele fiind incapabile să înţeleagă pe deplin expunerea lor la risc. Principala lor prioritate este aceea de a reduce expunerea. În consecinţă, sunt refractare şi incapabile să transmită clienţilor lor stimulul monetar furnizat de Rezerva Federală. Aceşti trei factori duc la un impuls de încetinire economică efectiv

inevitabil şi transformă ceea ce trebuia să fie o probă de succes în sfârşitul unei ere.

Cei trei factori identificaţi de mine sunt strâns înrudiţi cu cele trei defecte care au permis extinderea super-balonului. Ei stau la baza puterii excepţionale a super-balonului de săpun. Dar trebuie să ne ferim să punem un accent prea mare asupra acestuia. Nu trebuie să-1 înzestrăm cu puteri magice în felul în care a făcut preşedintele Reagan cu piaţa. Nimic nu este predeterminat sau obligatoriu în ceea ce priveşte modelul tipic creştere-declin. El nu face decât să exprime raporturile reflexive ce caracterizează pieţele financiare, fără ca acest lucru să fie o manifestare izolată. Ocazional, modelul devine atât de evident, încât poate fi studiat de parcă ar fi un fenomen izolat. Acesta este cazul balonului imobiliar, dar chiar şi aici, introducerea instrumentelor sintetice, precum CDO-urile (obligaţii de plată garantate), $CD0^2$-urile şi indicii tranzacţionabili, a schimbat cursul evenimentelor. După cum am văzut, super-balonul de săpun este mult mai complex deoarece conţine alte baloane şi este influenţat de mulţi alţi factori. Am menţionat deja în trecere câţiva dintre ei: explozia bunurilor de consum, expansiunea economică a Chinei etc. Mă voi ocupa de ei în detaliu atunci când voi încerca să refac istoria super-balonului de săpun. Aici vreau să avertizez asupra capcanelor care îi aşteaptă pe cei ce încearcă să încadreze cursul evenimentelor într-un model tipic predeterminat; ei riscă să scape din vedere mulţi alţi factori importanţi. Metoda potrivită de a începe este aceea de a încadra modelul în actualul curs de evenimente. În felul acesta am ajuns la ideea super-balonului de săpun.

Noua paradigmă a pieţelor financiare **REFLEXIVITATEA**

Atunci când vorbesc despre o nouă paradigmă, nu am în minte modelul tipic al secvenţei creştere-declin; ci mă refer la teoria reflexivităţii. Modelul tipic creştere-declin este pur şi simplu un exemplu convingător al reflexivităţii. Este convingător deoarece descrie conduita pieţei, aceasta fiind în opoziţie directă cu paradigma dominantă, potrivit căreia pieţele tind spre echilibru. La momentul actual, argumentele sunt deosebit de persuasive, deoarece pieţele sunt în dezordine. Paradigma dominantă nu poate explica ce se întâmplă; însă teoria reflexivităţii poate. Motivul pentru care cred că paradigma dominantă trebuie abandonată este şi mai puternic: convingerea că pieţele tind spre echilibru este direct răspunzătoare de actuala dezordine; ea a încurajat reglementatorii să renunţe la propria responsabilitate şi să se bazeze pe mecanismele pieţei pentru a-şi corecta propriile excese. Ideea că, deşi preţurile pot avea tendinţe aleatorii, ele se îndreaptă spre o revenire la medie, a slujit drept principiu călăuzitor pentru instrumentele sintetice financiare şi pentru practicile de investiţii ce se dezvăluie acum.

Teoria reflexivităţii are caracteristici distincte de acelea ale teoriei echilibrului. Teoria echilibrului se pretinde a fi o teorie ştiinţifică în conformitate

cu modelul metodei ştiinţifice a lui Karl Popper. Ea oferă generalizări universal valabile ce pot fi folosite reversibil pentru a furniza previziuni determinante şi explicaţii similare teoriilor ştiinţelor naturale. Teoria reflexivităţii nu pretinde astfel de lucruri. Ea susţine ca reflexivitatea, în momentul în care se petrece, introduce un element de nedeterminare în cursul evenimentelor; aşadar ar fi inadecvat să căutăm teorii ce furnizează previziuni determinante.

Cred că teoria reflexivităţii poate explica actuala stare a lucrurilor mai bine decât paradigma dominantă, dar trebuie să recunosc că nu poate face ceea ce a făcut vechea paradigmă. Nu poate oferi generalizări după modelul ştiinţelor naturale. Potrivit ei, evenimentele sociale sunt fundamental diferite de fenomenele naturale; ele au participanţi inteligenţi ale căror vederi părtinitoare şi concepţii greşite introduc un element de incertitudine în cursul evenimentelor. Evenimentele urmăresc o cale unidirecţională ce nu este determinată în avans de legi universal valabile, dar survine din interdependenţa reflexivă dintre vederile participanţilor şi actuala stare a lucrurilor. Prin urmare, teoria reflexivităţii poate explica evenimentele cu o siguranţă mai mare decât poate prezice viitorul. Acest lucru este foarte diferit de ceea ce ne-am fi aşteptat de la teoriile ştiinţifice. Dacă admit reflexivitatea, savanţii din sfera ştiinţelor sociale în general şi economiştii în particular trebuie să-şi revizuiască radical modul de interpretare al lumii. Acesta este lucrul ce a stat în calea reflexivităţii, în încercarea mea de a face din ea o paradigmă general acceptată. Severitatea actualei crize financiare poate facilita schimbarea.

Teoria mea este enunţată de douăzeci de ani, dar nu a fost tratată serios, chiar dacă eu însumi am avut îndoieli cu privire la însemnătatea ei. După cum se ştie, nu am fost destul de precis şi de consistent în prezentarea pe care am făcut-o şi chiar şi acum aş putea s-o fac probabil mai bine. Dar nu mai am nici o îndoială că paradigma pe care o propun poate explica mai bine actuala stare a lucrurilor decât cea dominantă. Rămâne de văzut cât de mult poate fi ea extinsă. Această analiză este deja prea mult pentru puterile unei singure persoane. Trebuie să se implice şi alţii. Acesta este motivul care m-a împins să scriu această carte.

Conform noii paradigme, evenimentele de pe pieţele financiare sunt cel mai bine interpretate pe modelul istoriei. Trecutul este singurul determinat, însă viitorul este incert. Prin urmare, este mai uşor de explicat cum s-a ajuns la situaţia actuală decât de prezis unde va conduce. În prezent, nu unul, ci mai multe procese reflexive conlucrează în acelaşi timp; aceasta face ca aria posibilităţilor să fie foarte largă. Dar, de asemenea, explicaţiile întâmpină dificultăţi. Deşi este singura determinată, istoria este atât de complexă, încât nu putem şti când vor ajunge procesele şi evenimentele particulare implicate să fie reduse la cifre realizabile. Aici poate fi folositoare ipoteza super-

balonului. Studiind istoria, o ipoteză poate ajuta la alegerea evenimentelor şi evoluţiilor care merită atenţie.

Ipoteza super-balonului poate fi folosită pentru a crea o istorie financiară multilaterală a perioadei de după al Doilea Război Mondial, ce culminează în actuala criză. Dar acest lucru depăşeşte sfera de interes a acestei cărţi şi puterile mele. În schimb, în următorul capitol voi oferi experienţa mea pe pieţele financiare din ultimii cincizeci şi cinci de ani — o istorie personală a timpului meu. Cred că ea poate fi mult mai edificatoare decât o descriere istorică detaliată. După aceea, mă voi întoarce la problema proiectării acestei experienţe în viitor. Consemnez atât perspectivele mele de la începutul acestui an, cât şi schimbările ulterioare din vederile mele. Acest experiment în timp real e menit să clarifice modul în care abordarea mea funcţionează în practică. În final, voi iniţia o dezbatere cu privire la posibile răspunsuri politice.

Capitolul 6
AUTOBIOGRAFIA UNUI SPECULANT DE SUCCES

Unul dintre avantajele faptului de a fi implicat în pieţele financiare timp de peste cincizeci de ani este acela că deţin o amintire personală asupra evoluţiei lor. În decursul carierei mele le-am văzut schimbându-se radical. Aranjamente care azi ar fi ostracizate au fost la un moment dat acceptate drept naturale sau chiar inevitabile. Şi invers. Instrumentele financiare şi tehnicile de finanţare răspândite astăzi ar fi fost de neconceput în trecut, îmi amintesc de vremea când eram un broker de arbitraj ce-şi făcea specializarea în garanţii şi în obligaţiuni convertibile. Visam să creez garanţii comerciale din acţiuni, dar, desigur acest lucru nu era admis de reglementatori. Nu-mi puteam imagina aria de instrumente sintetice care sunt în mod regulat comercializate astăzi.

La finalul celui de-al Doilea Război Mondial, industria financiară — bănci, brokeri şi alte instituţii financiare — a jucat un rol foarte diferit în economie faţă de acum. Băncile şi pieţele erau strict reglementate. Cantitatea totală a creditelor restante în raport cu mărimea economiei era mult mai mică decât astăzi, iar cantităţile ce puteau fi împrumutate contra diferitelor tipuri de garanţii erau de asemenea mult mai mici. Ipotecile solicitau cel puţin 20 de procente în avans, iar împrumuturile contra acţiunilor făceau subiectul unor cerinţe de toleranţă statutare ce limitau creditele la 50 de procente sau mai puţin din valoarea garanţiei. Creditele auto, care solicitau plata în avans, au fost înlocuite pe scară largă de contractele de leasing, care nu aveau astfel de solicitări. Nu existau cârduri de credit şi exista o cantitate foarte mică de credite negarantate.

Instituţiile financiare reprezentau numai un mic procent din capitalizarea pieţei acţiunilor americane. Foarte puţine acţiuni financiare erau listate la

Bursa de Valori din New York. Majoritatea băncilor erau tranzacţionate direct, iar multe dintre ele se tranzacţionau numai prin negocieri directe.

Tranzacţiile financiare internaţionale erau subiectul unor reglementări stricte în majoritatea statelor, iar circulaţia capitalului era foarte redusă. Instituţiile Bretton Woods au fost înfiinţate pentru a facilita comerţul internaţional şi pentru a suplini lipsa investiţiilor internaţionale din sectorul privat. Au fost înfiinţate de Statele Unite prin consultul direct cu o delegaţie britanică condusă de John Maynard Keynes. Britanicii au propus iar americanii au dispus. Acţionarii instituţiilor Bretton Woods erau guvernele ţărilor dezvoltate, dar Statele Unite deţineau dreptul de veto.

Deşi sistemul financiar internaţional avea aurul drept etalon oficial, în practică dolarul servea drept monedă internaţională. Preţul aurului era fixat în dolari. Pentru o vreme, ţările din Commonwealth-ul britanic au rămas legate de lira sterlină, dar pe măsură ce aceasta s-a depreciat, sfera lirei s-a dezintegrat treptat. După război a apărut o lipsă acută de dolari, iar Statele Unite s-au implicat în Planul Marshall pentru a facilita reconstrucţia Europei. Treptat, lipsa de dolari a fost depăşită, iar odată cu fondarea Pieţei Comune Europene şi cu renaşterea Japoniei — care avea să fie imitată de tigrii asiatici — situaţia a fost răsturnată. Revărsările masive de capital, deficiturile comerciale, împreună cu Războiul din Vietnam s-au unit pentru a pune dolarul sub presiune. Dar controlul asupra sistemului financiar internaţional a rămas indiscutabil în mâinile ţărilor dezvoltate, Statele Unite deţinând o poziţie dominantă. În momentul în care convertibilitatea dolarului în aur a fost suspendată la 15 august 1971, dolarul a rămas principala monedă de păstrare a rezervelor băncilor centrale.

Mi-am început cariera ca novice în 1954 într-o bancă comercială din Londra şi am învăţat să lucrez cu arbitrajul acţiunilor. Arbitrajul înseamnă să încerci să obţii avantaj din micile diferenţe de preţ ce survin în diverse pieţe. La acea vreme, comerţul internaţional se reducea în principal la acţiunile petrolului şi aurului şi pretindea folosirea unor tipuri speciale de monedă precum lira sterlină switch şi dolarul premium. Ratele de schimb oficiale erau fixe, dar monedele folosite pentru tranzacţiile de capital fluctuau deasupra benzii oficiale în funcţie de cerere şi ofertă.

M-am mutat în Statele Unite în 1956. După formarea Pieţei Unice Europene, a existat un interes energic pentru investiţiile în obligaţiuni europene, iar eu mi-am început activitatea ca analist de valori, comerciant şi vânzător. Afacerea a ajuns la un final neaşteptat în 1963, atunci când preşedintele John F. Kennedy a introdus aşa-numita taxă de egalizare a dobânzii, care a impus o suprataxă de 15 procente la cumpărarea titlurilor în străinătate. Treptat mi-am îndreptat atenţia către titlurile americane, la început ca analist, apoi ca administrator al unui fond de *hedging.* Aparţin primei

generaţii de administratori de fonduri de *hedging.* Eram numai câţiva când am început.

Ca analist, am asistat la deşteptarea treptată a industriei bancare. În 1972 am scris un raport intitulat *Un caz pentru băncile în creştere.* La acea vreme, băncile erau considerate cele mai inflexibile instituţii. Administraţiile erau traumatizate de eşecurile anilor 1930, iar siguranţa era argumentul suprem, umbrind profitul sau creşterea. Structura industriei era practic îngheţată de reglementări. Extinderea dincolo de graniţele statale era interzisă, iar în anumite state erau scoase în afara legii chiar şi filialele bancare. O afacere mărginită atrăgea oameni mărginiţi, iar inovaţia în industrie era foarte slabă. Acţiunile bancare erau ignorate de investitorii care căutau câştiguri de capital.

În raportul meu am argumentat că situaţia era în schimbare, dar schimbările nu erau recunoscute de investitori. Apărea astfel o nouă rasă de bancheri educată în şcoli de afaceri şi formată în termeni de profit net. Centul spiritual al noii şcoli de gândire era First National City Bank sub conducerea lui Walter Wriston, iar oamenii instruiţi acolo se succedau frecvent, ocupând ulterior funcţii de top în alte bănci. Au fost introduse noi tipuri de instrumente financiare, iar unele bănci au început să-şi folosească capitalul mult mai agresiv adunând la un loc performanţe de profit lăudabile. Băncile mai competitive au adus cu sine o revenire la capitalul de acţiuni în exces de 13 procente. În orice altă industrie, o asemenea revenire la capitalul de acţiuni, combinată cu creşterea câştigurilor pe acţiune cu mai mult de 10 procente, ar fi fost recompensată de acţiunile scoase la vânzare cu un *agio* decent peste valoarea de active, dar acţiunile băncii se vindeau la un *agio* scăzut sau inexistent. Multe bănci ajunseseră în punctul în care forţau limitele a ceea ce era considerat randament forţat de către standardele vremii. Dacă vroiau să-şi continue creşterea, era nevoie să-şi crească capitalul de acţiuni suplimentar. Împotriva curentului, First National City a găzduit un dineu pentru analiştii de valori — un eveniment nemaiauzit în industria bancară.

Acesta este motivul ce m-a împins să public raportul în care am argumentat că acţiunile bancare erau pe cale să rămână în picioare deoarece administratorii lor aveau şi ei un cuvânt de spus şi începuseră să-1 spună. Acţiunile bancare au avut de fapt o circulaţie bună în 1972, iar eu am cumpărat pentru fondul meu de *hedging* aproape 50 de procente din mănunchiul de acţiuni al băncii de creştere.

Apoi a venit criza petrolului din 1973, iar centrele bancare au început să se implice în reciclarea petrodolarilor. Acesta este momentul în care s-a născut piaţa euro-dolar şi marea explozie a creditelor internaţionale. Cea mai mare parte a afacerii era dirijată din străinătate, iar băncile americane au înfiinţat companii de tip *holding* pentru a scăpa de reglementările din ţară. Au fost

inventate multe noi instrumente financiare şi tehnici de finanţare, iar sectorul bancar a devenit o afacere mult mai sofisticată decât fusese cu numai câţiva ani înainte, în 1973 şi 1979 a avut loc o adevărată explozie a creditelor internaţionale. Anii 1970 au însemnat începutul boomului inflaţionist pe tot mapamondul. Statele Unite nu au participat la boom. Ele au suferit de stagflaţie — o combinaţie de inflaţie crescândă şi o rată crescută a şomajului.

În 1979, o a doua criză a petrolului a consolidat presiunile inflaţioniste. Pentru a aduce inflaţia sub control, Rezerva Federală a adoptat doctrina monetaristă propusă de Milton Friedman. În loc să controleze ratele dobânzii pe termen scurt, cum a făcut-o până acum, Rezerva Federală a fixat ţinte pentru furnizarea banilor şi a permis ratei fondurilor federale să fluctueze liber. Noua politică a Rezervei Federale a fost introdusă în 1979, iar ratele dobânzii erau deja la cote record în momentul preluării mandatului de către preşedintele Ronald Reagan.

Preşedintele Reagan era un adept al politicilor îndreptate spre ofertă şi producţie prin reducerea taxelor, precum şi al puterii militare. În primul său buget, el a redus taxele simultan cu creşterea cheltuielilor în armată. Deşi s-au făcut eforturi serioase pentru a reduce cheltuielile domestice, economiile nu erau suficient de mari încât să compenseze celelalte două aspecte. Calea rezistenţei minime a condus către un deficit bugetar imens.

Întrucât deficitul bugetar a trebuit să fie finanţat în limitele unor planuri stricte de livrare a banilor, rata dobânzii a crescut la cote fără precedent, în schimbul extinderii economice, conflictul dintre politicile fiscale şi monetare au adus cu sine o recesiune severă. Rate ale dobânzilor neaşteptat de mari, combinate cu recesiunea din Statele Unite, au împins Mexicul în august 1982 să ameninţe cu neplata datoriilor internaţionale. Acesta a fost începutul crizei bancare internaţionale din anii 1980, care a devastat America Latină şi alte ţări în curs de dezvoltare.

Rezerva Federală a răspuns crizei prin destinderea dominaţiei sale asupra furnizării de bani. Deficitul bugetar abia începea să accelereze. Fără nici o frână, economia s-a ridicat, iar recuperarea a fost la fel de viguroasă pe cât a fost recesiunea de severă. Ea a fost asistată de o nebunie a cheltuielilor din partea ambelor sectoare, domestic şi corporatist, instigată de sistemul bancar. Cheltuielile din armată creşteau; sectorul domestic se bucura de venituri reale crescânde; sectorul corporatist beneficia de pe urma accelerării deprecierii şi a altor reduceri ale fiscalităţii. Băncile erau dornice să împrumute deoarece practic orice nou credit avea ca rezultat îmbunătăţirea calităţii portofoliului de credit. Cererea provenită din toate aceste surse era atât de mare, încât rata dobânzii, după un declin iniţial, s-a stabilizat la cote istorice foarte mari şi în final a început să crească din nou. A fost atras capital străin, pe de-o parte datorită randamentului ridicat al activelor financiare, pe de altă parte datorită încrederii

degajate de preşedintele Reagan. Dolarul s-a întărit, iar o monedă în curs de întărire combinată cu un raport pozitiv al ratei dobânzii a făcut irezistibilă trecerea la dolar. Dolarul puternic a atras importuri, ceea ce a satisfăcut cererea în exces şi a ţinut preţurile scăzute. S-a declanşat un proces de autoconsolidare, în care o economie puternică, o monedă puternică, un deficit bugetar mare şi un deficit comercial considerabil s-au consolidat reciproc pentru a produce o creştere noninflaţionistă. Î*n. Alchimia finanţelor* am numit acest raport circular Cercul Imperial al lui Reagan, deoarece a finanţat o ţinută militară puternică atrăgând atât bunuri, cât şi capital din străinătate. Acest lucru a făcut ca cercul să fie benign la centru şi vicios la periferie.* Acesta a fost începutul deficitului de cont curent al Statelor Unite, care a avut consecinţe asupra consumatorului de ultimă instanţă ce au continuat, cu multe oscilaţii până în prezent.

Criza bancară internaţională a fost calmată de intervenţia activă şi plină de imaginaţie a autorităţilor. Furnizarea de lichidităţi către sistemul bancar nu era de ajuns.

Sumele deţinute de debitorii suverani depăşeau cu mult capitalul propriu al băncilor; dacă ţărilor puse în discuţie li s-ar fi permis să nu-şi îndeplinească obligaţiile, sistemul bancar ar fi devenit insolvabil. Ultima oară când s-a întâmplat acest lucru a fost în 1932 şi a dat naştere Marii Recesiuni. Din cauza acelei experienţe, un asemenea rezultat era de neacceptat. Prin urmare, băncile centrale şi-au depăşit rolul normal şi s-au unit pentru a ajuta ţările debitoare. Un asemenea precedent s-a întâmplat în 1974 în Anglia, când Banca Angliei a decis să ajute aşa-numitele bănci marginale care se aflau în afara sferei ei de responsabilitate şi să nu permită băncilor de decontare, de la care împrumutaseră băncile marginale, să intre sub anumite suspiciuni.* Dar criza din 1982, a însemnat primul moment în care s-a aplicat strategia de ajutorare a debitorilor la scară internaţională.

Băncile centrale nu aveau suficientă autoritate pentru a pune în practică o asemenea strategie, astfel încât s-au făcut aranjamente provizorii la care au participat guvernele tuturor ţărilor creditoare, Fondul Monetar Internaţional (FMI) jucând un rol important. Au fost puse la un loc pachete de salvare pentru o ţară apoi pentru alta şi tot aşa. În mod caracteristic, băncile comerciale şi-au extins obligaţiile, instituţiile monetare internaţionale au făcut infuzii de numerar, iar ţările debitoare au convenit introducerea programelor de austeritate menite să îmbunătăţească bilanţurile de plată. În majoritatea cazurilor, băncile comerciale au trebuit de asemenea să suplinească cantităţile de numerar, permiţând ţărilor debitoare să fie la curent cu plata dobânzilor. Pachetele de salvare au constituit o realizare remarcabilă în ceea ce priveşte cooperarea internaţională. Printre participanţi s-au numărat FMI, Banca de

Stabilizare Internaţională, anumite guverne şi bănci centrale şi un număr foarte mare de bănci comerciale.

De exemplu, în cazul Mexicului, au fost implicate peste cinci sute de bănci comerciale.

Devenisem un cercetător implicat în studiul crizei şi al deznodământului ei, deoarece eram fascinat de diversele probleme apărute. Am scris o serie de rapoarte, distribuite de Morgan Stanley, în care am analizat soluţia temporară utilizată de autorităţile financiare internaţionale. Am intitulat-o Sistemul Colectiv de împrumut. Colectivul era susţinut de frica de faliment. Prin urmare, integritatea debitului trebuia cu orice preţ să rămână neschimbată. Acest lucru a lăsat ţările debitoare să lupte pentru ele însele; le erau promise anumite concesii în ceea ce priveşte termenii serviciului datoriei, dar orice concesie se aduna la viitoarele lor obligaţii.

Ţările debitoare au acceptat acest tratament pentru a-şi menţine accesul la pieţele de capital, pentru a evita confiscarea activelor şi din cauza fricii de necunoscut. Programele de austeritate le-au îmbunătăţit bilanţurile comerciale, dar în anumite cazuri îmbunătăţirea nu a putut ţine pasul cu acumularea de debit. Admiţând problema, băncile acumulau rezerve de debit vicios; dar în momentul la care am dezbătut situaţia *In Alchimia finanţelor,* nu fusese găsită încă nici o cale de a transfera aceste datorii către ţările debitoare, fără a dărâma principiul ce ţinea unit Colectivul, în cele din urmă problema a fost rezolvată prin introducerea obligaţiunilor Brady, dar în marea parte a Americii Latine creşterea a fost întreruptă timp de un deceniu.

Cu alte ocazii, pentru a preveni o repetare a situaţiei, crizele creditelor au condus spre reglementări mai stricte pentru entităţile contraveniente. Dar, sub influenţa fundamentalismului de piaţă, care a devenit principiul de bază în mandatul Reagan, criza bancară internaţională a mers spre un rezultat contrar: Băncilor din Statele Unite le-au fost îngăduite libertăţi mai mari de a face bani. Practic toate restricţiile ce le-au fost impuse în timpul Marii Recesiuni au fost treptat ridicate. Li s-a permis să-şi extindă filialele, să fuzioneze dincolo de graniţele statale şi să introducă noi linii de afaceri. Separarea sectorului bancar de investiţii de cel comercial a fost diminuată până la dispariţia totală. Fiind paralizate de Sistemul de împrumut Colectiv, băncile erau nerăbdătoare să-şi anuleze creditele deţinute în bilanţuri; ele au preferat să le vândă la pachet investitorilor care nu făceau subiectul supravegherii şi urmăririi de către autorităţile reglementatoare. Au fost inventate instrumente financiare chiar mai sofisticate şi au fost găsite noi moduri de deţinere a activelor în afara bilanţurilor. Acesta a fost momentul în care chiar a fost înlăturat efectul super-balonului de săpun.

Noile instrumente financiare inventate şi noile tehnici comerciale şi de finanţare introduse au suferit din cauza unui defect fatal. Erau fundamentate

pe presupunerea că pieţele financiare tind spre echilibru: ele se pot abate temporar de la acesta, dar devierile iau forma unei plimbări obişnuite; în final, valorile revin la scopul iniţial. Prin urmare, experienţele trecute erau presupuse să furnizeze un ghid trainic pentru viitor. Această presupunere nu a luat în calcul impactul noilor instrumente şi al noilor tehnici ce au schimbat modul de funcţionare al pieţelor financiare. Pot garanta pentru aceasta pe baza propriei experienţe: atunci când, la începutul anilor 1990, reîntors spre pieţe, după câţiva ani de absenţă, nu mi-am putut găsi locul.

Plasez momentul începerii globalizării şi al super-balonului de săpun în anii 1980, când Ronald Reagan şi Margaret Thatcher şi-au început mandatul. De atunci, au mai avut loc prăbuşiri întâmplătoare în diferite segmente ale pieţei. Nebunia internaţională a creditelor din anii 1970 s-a transformat în criza bancară internaţională din 1982. Folosirea excesivă a portofoliului de asigurare a transformat un viciu de proiectare a bursei de valori într-o cădere abruptă fără precedent petrecută în 1987. Portofoliul de asigurare implica utilizarea opţiunilor de *knock-out.* Deoarece erau folosite la scară largă, ele nu puteau fi exercitate fără a cauza discontinuităţi catastrofice. Episoade asemănătoare s-au petrecut la scară mai mică pe alte pieţe; am fost martor la un astfel de episod în ceea ce privea rata de schimb dolar-yen. Porţionarea ipotecilor a cauzat o mică prăbuşire în 1994 în sectorul „deşeurilor toxice", făcând câteva victime. Eşecul rus în criza pieţelor emergente din 1998 a condus la falimentarea Long-Term Capital Management (LTCM), un fond de *hedging* de mari dimensiuni ce făcea uz de un randament foarte ridicat, ce ameninţa stabilitatea sistemului financiar. Evenimentul a împins Rezerva federală să scadă rata dobânzii şi să iniţieze salvarea cooperativă a LTCM împotriva creditorilor săi. Aceste incidente nu au condus la nici o reformă de reglementare; din contră, capacitatea sistemului de a se opune acestor presiuni a reconfirmat crezul fundamentalist dominant al pieţei şi a condus la o relaxare pronunţată a mediului reglementator.

Apoi, a explodat balonul tehnologic în 2000, urmat de atacul terorist din 11 septembrie 2001. Pentru a preveni recesiunea, Rezerva federală a scăzut rata fondurilor federale la 1 procent ţinând-o la acea cotă până în iunie 2004. Acest fapt a generat balonul de săpun domestic, sector în care inovaţiile financiare au jucat un rol important. Odată cu extinderea riscurilor, puteau fi asumate şi mai multe riscuri. Din păcate, riscurile au fost pasate de la cei ce se presupunea că le cunosc, la cei ce erau mai puţin familiarizaţi cu ele. Mai grav, noile metode şi instrumente inventate erau atât de sofisticate, încât autorităţile reglementatoare îşi pierduseră capacitatea de a calcula riscurile implicate. Ajunseseră să depindă de metodele de control de risc, dezvoltate chiar de instituţii. Ultimul acord internaţional în ceea ce priveşte cerinţele de acceptabilitate al băncilor — Basel 2 — pretinde celor mai mari bănci să se

bazeze pe propriile sisteme de administrare a riscului. Ceva asemănător s-a petrecut şi cu agenţiile de evaluare, care trebuiau să evalueze valoarea creditului instrumentelor financiare. Ajunseseră să se bazeze pe calculele furnizate de emitenţii acelor instrumente.

După părerea mea, aceasta este o uriaşă delegare la responsabilităţi din partea reglementatorilor. Dacă nu puteau calcula riscul, nu ar fi trebuit să permită instituţiilor de sub supravegherea lor să-şi asume acele riscuri. Riscurile băncilor erau fundamentate pe presupunerea că sistemul însuşi este stabil. Dar, contrar convingerilor fundamentaliştilor de piaţă, stabilitatea pieţelor financiare nu este asigurată; ea trebuie să fie în mod activ menţinută de către autorităţi. Bazându-se pe calculele de risc ale participanţilor la piaţă, reglementatorii au ridicat ancora şi au declanşat o perioadă necontrolată de extindere a creditului. În mod caracteristic, calculele valorii-la-risc (VAR) sunt bazate pe experienţele trecute. Extinderile de creditare fiind necontrolate, trecutul a devenit un ghid prost pentru condiţiile actuale. Calculele VAR permiteau două sau trei devieri standard. Devierile standard mai mari, care se cuvenea să fi fost mai puţine, se manifestau cu o frecvenţă mai mare. Acesta trebuia să fie un semnal de alarmă, dar a fost ignorat de reglementatori şi de participanţi în egală măsură. Tot ce au făcut a fost să introducă teste de stres pentru măsurarea capacităţii lor în faţa expunerii la evenimente neaşteptate.

Asemănător, diferitele valori ipotecare sintetice se bazau pe presupunerea că valoarea caselor în Statele Unite, luată ca un întreg, nu va scădea niciodată; regiuni individuale pot fluctua, dar piaţa luată ca un întreg este stabilă. Acest lucru a făcut ca titlurile care disipau riscul între diferitele regiuni să pară mai sigure decât ipotecile individuale. Această presupunere a ignorat posibilitatea unui balon de săpun la nivel naţional în sectorul imobiliar de mărimea celui ce s-a petrecut în realitate.

Autorităţile reglementatoare trebuiau să ştie mai bine. După toate ^cestea, ele au fost nevoite să intervină periodic, ştiind că intervenţiile lor generau un pericol moral. Au oferit promisiuni deşarte puse în faţa pericolului moral, dar atunci când miza era mare, ele au intervenit pentru salvarea instituţiilor care erau prea mari pentru a fi lăsate să se prăbuşească. Ştiau că intervenţia lor aducea cu sine stimulente asimetrice ce favorizau extinderea anormal de mare a creditelor, chiar dacă erau atât de duşi de val de dispoziţia fundamentalistă a pieţei şi de propriul succes încât ajunseseră să creadă că pieţele se pot autoreglementa. Astfel, extinderea pieţei a atins cote de nesusţinut.

Momentul potrivit de forţare a extinderii'creditării este în timpul fazei expansioniste. Băncile centrale răspund inflaţiei preţurilor şi salariilor, dar nu se simt atrase să prevină inflaţia activelor de preţ.* Alan Greenspan a protestat vehement în decembrie 1996 împotriva „exuberanţei iraţionale" a bursei de

valori, dar nu a trecut la fapte şi şi-a încetat criticile atunci când cuvintele sale nu au avut efectul scontat. Greenspan a înţeles mult mai bine procesele economice decât majoritatea experţilor, ştiind cum să folosească funcţia manipulativă pentru a-şi exprima convingerile.

Am fost impresionat de puterea sa de previziune, precum şi de modul său de abordare dinamic, care contrasta puternic cu aprecierile statice şi învechite ale bancherilor Băncii Centrale Europene. Poate fi criticat totuşi pentru faptul că a permis vederilor sale politice inspirate de Ayn Rand să se amestece în conduita sa de preşedinte al Rezervei Federale mai mult decât ar fi trebuit. A susţinut reducerile de taxe din mandatul Bush pentru puţin peste 1 procent din populaţie şi a argumentat că deficitul bugetar ar trebui redus prin scăderea asigurărilor sociale şi a cheltuielilor discreţionare. Menţinerea fondurilor federale la cota de 1 procent, mai mult decât ar fi fost necesar, ar putea fi avut unele implicaţii în alegerile din 2004. Răspunderea pentru balonul de săpun din sectorul imobiliar îi poate fi atribuită.

Ben Bernanke este mai degrabă un teoretician care nu deţine capacităţile manipulatoare ale lui Greenspan. Împreună cu Mervyn King de la Banca Angliei, el a fost foarte îngrijorat de pericolul moral, iar acest lucru a avut de-a face cu răspunsul întârziat la avântul balonului de săpun din sectorul imobiliar din 2007. Autorităţile au ignorat complet sau au subestimat abuzurile şi excesele din industria ipotecară şi efectele acesteia asupra economiei reale. Astfel Rezerva Federală a căzut atât de mult sub curbă. Rezerva Federală avea autoritatea legală să reglementeze industria ipotecară, dar nu a reuşit să o aplice. Trezoreria a rămas de asemenea complet pasivă în timpul acestei perioade, sesizându-se abia în momentul în care criza era de mult în desfăşurare. A introdus noi reglementări pentru industria ipotecară abia după ce industria s-a oprit, limitându-se doar la încurajarea cooperării voluntare între creditori pentru reducerea pagubelor. Această abordare a contribuit la criza bancară internaţională din anii 1980, deoarece băncile centrale îşi puteau exercita influenţa direct asupra băncilor comerciale implicate. Dar actuala criză este incomparabil mai complexă, deoarece ipotecile au fost porţionate, reîmpaşchetate şi revândute, iar cooperarea voluntară dintre participanţii anonimi a devenit dificil sau chiar imposibil de mânuit. Încercarea de a crea aşa-numitul super-SIV (vehicul investiţional) pentru a împiedica ameninţarea SIV-urilor de a arunca pe piaţă propriile active nu a reuşit; iar aranjamentele menite să calmeze oamenii ce înfruntă un salt subit în plata dobânzii pe măsură ce rata preferenţială de dobândă expiră în următoarele optsprezece luni vor avea un efect foarte limitat. Companiile de servicii ipotecare sunt copleşite, neavând nici un stimulent financiar là îndemână pentru ajustări voluntare. Există circa 2, 3 milioane de oameni în această categorie, mulţi dintre ei fiind înşelaţi de creditori lipsiţi de scrupule. Una peste alta, criza din

sectorul imobiliar va avea consecinţe sociale vaste. Nimeni nu se poate aştepta ca actuala administraţie să facă ceva în această privinţă. Această realitate întunecată va cădea pe umerii următoarei administraţii. Până atunci va fi mai clar cât de cumplită este situaţia.

Urmăream evoluţia balonului de săpun din sectorul imobiliar de departe pentru că nu am fost activ implicat în administrarea propriilor fonduri. În 2001, după ce partenerul meu care conducea fondul a plecat, mi-am convertit fondul de *hedging într-un* vehicul administrat mai puţin agresiv şi l-am redenumit „fond filantropic", principalele sale îndatoriri fiind acelea de a administra activele fundaţiilor mele. Marea parte a banilor a fost trimisă către manageri din afară. Cu toate acestea, am văzut clar că un super-balon de săpun era în desfăşurare şi se îndrepta spre un final nefericit. Am consemnat această previziune într-o carte publicată în 2006. Nu am fost singurul. Comunitatea investiţională era clar împărţită în conservatori bătrâni ca mine şi o generaţie tânără care ştia cum să folosească noile instrumente şi tehnici, crezând totodată în ele. Desigur, existau şi excepţii printre ei. Unul dintre ei nega fenomenul: John Paulson, cel care a cumpărat asigurări în schimbul neîndeplinirii obligaţiilor ipotecilor subprime, returnând numeroase profituri pe primele pe care le-a plătit. L-am invitat la cină pentru a afla cum a reuşit.

Când criza a izbucnit, în august 2007, am considerat că situaţia era destul de gravă şi nu m-am simţit confortabil lăsând administrarea averii mele în mâna altora. Am reluat controlul înfiinţând un cont comercial de tip „macro" ce a dat fondului o postură care nu ţinea cont de poziţiile administrate de alţii. Am crezut că ţările dezvoltate, în special Statele Unite, se îndreptau spre o nenorocire serioasă, dar existau forţe pozitive puternice în alte părţi ale lumii, în special în China, " în India şi în câteva dintre ţările producătoare de petrol şi materii prime. Am creat poziţii investiţionale fundamentale pe bursele de valori ale acelor ţări. Am dorit să protejez acele poziţii înfiinţând poziţii scurte fundamentale în ţările dezvoltate. Am putut folosi numai instrumente grosolane, precum indicii bursieri comercializabili şi monedele, deoarece nu am avut informaţii mai detaliate. Chiar şi aşa, strategia a fost destul de reuşită. Nu a fost lipsită de suişuri şi coborâşuri. Piaţa a devenit extrem de volatilă şi a fost nevoie de mult tupeu pentru a mă menţine pe poziţiile scurte.

Capitolul ¥
PROGNOZA MEA PENTRU 2008

În *Alchimia finanţelor* am condus un experiment în timp real care mi-a întărit decizia luată în calitate de manager de fond speculativ cu grad sporit de risc. Voi repeta exerciţiul aici.

I IANUARIE 2008

Teoria reflexivităţii nu oferă nici o previziune clară. Totuşi, ea ajută la formularea unor ipoteze asupra a ceea ce ne poate oferi viitorul.

1. Perioada de şaizeci de ani a expansiunii creditelor care a avut ca punct de plecare Statele Unite şi politica de exploatare a propriei poziţii în centrul sistemului financiar global şi controlul asupra rezervei internaţionale de valută a ajuns la final. Această criză financiară va avea consecinţe mult mai aspre şi mai persistente decât crizele similare din trecut. Orice criză implică o contracţie temporară a creditării. Băncile centrale vor fi capabile să furnizeze lichidităţi temporare, aşa cum au făcut-o şi în trecut, în aşa fel încât faza acută a crizei să fie liniştită ca de obicei; sistemul bancar internaţional nu se va prăbuşi ca în anii 1930. Dar, în trecut, toate crizele au fost succedate de o nouă perioadă de creştere economică stimulată de abundenţa de lichidităţi şi de noi moduri de creştere a pieţei creditelor. De data aceasta va fi nevoie de mai mult timp pentru reînceperea creşterii. Abilitatea Rezervei Federale de a micşora ratele dobânzilor va fi constrânsă de ostilitatea restului lumii de a deţine dolari şi datorii în dolari pe termen lung. Anumite instrumente financiare recent introduse se vor dovedi neraţionale şi vor ieşi din uz. Anumite instituţii financiare importante se vor dovedi insolvabile, ca şi înainte, iar creditele vor fi mai greu de obţinut. Limitele de creditare pentru o garanţie anume se vor micşora în mod sigur, iar costurile vor creşte. Dorinţa de a obţine credit şi de a asuma riscuri este de aşteptat să se reducă. Iar una din marile surse de expansiune a creditelor, deficitul de cont curent al Statelor Unite, a ajuns la un maxim. Toate acestea vor afecta în mod negativ economia SUA.

2. Este foarte probabil să apară câteva schimbări pe termen lung în caracterul băncilor şi al băncilor de investiţii. Acestea au fost industrii în creştere încă din 1972, lansând produse din ce în ce mai sofisticate şi bucurându-se de un statut din ce în ce mai permisiv. Mă aştept ca această orientare să se schimbe. Reglementatorii vor încerca să recâştige controlul asupra activităţilor industriale pe care ar trebui să le supravegheze. Cât de departe vor merge în demersul lor va depinde de gravitatea pagubelor. Folosirea banilor contribuabililor va atrage după sine implicarea Congresului. Resursele financiare au constituit 14 procente din capitalizarea bursei de valori la sfârşitul anilor 1980, 15 procente la sfârşitul anilor 1990, ajungând la un maxim de 23 de procente în 2006; nădăjduiesc că procentajul ya fi mult mai scăzut în următorii zece ani.

3. Şi totuşi, nu există temeiuri pentru a prevedea o perioadă prelungită de contracţie a creditelor sau de declin economic mondial deoarece există forţe contracarante care acţionează. China, India şi câteva ţări producătoare de petrol trec printr-o perioadă dinamică de dezvoltare care nu poate fi subminată de criza financiară şi de recesiunea din Statele Unite. Însăşi recesiunea Statelor

Unite va fi amortizată de o îmbunătăţire în ceea ce priveşte deficitul de cont curent.

4. Statele Unite nu au reuşit sub administraţia Bush să exercite un leadership politic adecvat. Prin urmare, puterea şi influenţa mondială a Statelor Unite au suferit un declin catastrofal. Invazia Irakului este strâns legată de creşterea preţului petrolului şi de lipsa de disponibilitate a restului lumii de a deţine dolari. Recesiunea din Statele Unite corelată cu elasticitatea Chinei, Indiei şi a ţărilor producătoare de petrol vor consolida declinul Statelor Unite în ceea ce priveşte puterea şi influenţa mondială.

*** Factset Research Systems Inc (bază de date analitice). Resursele financiare includ băncile importante, băncile regionale, băncile de economii, leasingul financiar, băncile de investiţii, fondurile de investiţii, conglomeratele financiare, companiile de asigurări şi trusturile de investiţii imobiliare.**

0 parte importantă a rezervelor monetare ţinute în obligaţiuni emise de guvernul Statelor Unite vor fi convertite în bunuri imobile. Acest fapt va consolida şi va extinde explozia pieţei de produse de consum actuale şi va crea presiuni inflaţioniste. Declinul dolarului ca etalon monetar universal va avea consecinţe politice grave şi va spori posibilitatea unui colaps al ordinii mondiale. Vorbind la modul general, până la apariţia unei noi ordini, suntem obligaţi să parcurgem o perioadă de nesiguranţă şi prăbuşire a bogăţiei financiare.

Aceste idei sunt poate mult prea generale pentru a fi de folos în luarea deciziilor, dar însăşi teoria, combinată cu fapte deja cunoscute, nu ne conduce prea departe. Într-adevăr, am mers aproape de extrem pentru a ajunge aici. Pentru a intra în detalii, este nevoie să ne angajăm în presupuneri.

Pe măsură ce înaintăm în noul an, descopăr că pieţele financiare sunt prea preocupate de criza lichidităţilor, nefiind suficient de conştiente de consecinţele pe termen lung. Băncile centrale ştiu cum să furnizeze lichidităţi şi aşa vor face, indiferent de implicaţii. Ele au furnizat deja sume mult mai mari în schimbul unei arii mai largi de garanţii decât au făcut-o până acum. Aşadar, faza acută a crizei va fi domolită, dar se va produce. Atât investitorii, cât şi publicul larg pleacă de la o idee greşită. Ei cred că autorităţile financiare — Rezerva Federală şi administraţia -— vor face tot posibilul să evite recesiunea. Consider că acestea nu se află într-o poziţie care să le permită să o facă, pe de o parte datorită exploziei pieţei de consum, iar pe de altă parte datorită vulnerabilităţii dolarului (aceste cauze se condiţionează reciproc). Dorinţa globală de a deţine dolari a fost zdruncinată. Sunt deja prea mulţi dolari care se revarsă împrejur, iar deţinătorii sunt dornici de diversitate. Euro, principala alternativă de monedă pentru rezerve, a fost deja supralicitată către cote nesustenabile, dar este încă sub presiuni ascendente. Faptul că renminbiul

chinez s-a apreciat mai puţin decât euro, a creat divergenţe comerciale extraordinare între China şi Europa, iar una din părţi va trebui să cedeze. Cred că renminbiului

1 se va permite să se aprecieze cu o cotă sporită. Următorul câştig pe tranzacţia *forwardcxx* renminbi este deja de peste 8 procente pe an şi cred că prezenta apreciere va fi mai mare, deşi nu pot preciza o valoare exactă. Autorităţile chineze sunt destul de imprevizibile, dar există motive clare care împing China în acea direcţie. Cel mai important este reprezentat de ameninţarea protecţionismului în Statele Unite şi acum în Europa. O monedă în apreciere ajută la temperarea iritării provocate de excedentul comercial. Ajută de asemenea la temperarea inflaţiei preţurilor, care este deja o problemă pentru China. Întrucât inflaţia este provocată îndeosebi de costul carburanţilor de import şi de mâncare, aprecierea monedei este un antidot potrivit. În trecut, existau rezistenţe împotriva unei valori crescute a renminbiului din partea sectorului agricol; acest argument ar cântări mai puţin odată cu creşterea preţurilor hranei. Toate acestea sunt un semn că drumul ales este bun. Dar un renminbi în creştere creează probleme ce nu sunt înţelese cum trebuie.

Problema Chinei este aceea că adevăratul cost al investiţiilor este deja negativ, iar aprecierea rapidă a monedei îl împinge şi mai mult în acest teritoriu negativ. Astfel se creează un boom al activelor. Procesul este deja în curs de desfăşurare. Sectorul imobiliar a luat avânt, iar indexul bursei de valori de la Shanghai s-a apreciat cu 97 de procente în 2007, iar în total cu 420 procente din iulie 2005*, moment în care perioada de patru ani a pieţei în scădere s-a încheiat. Motivele le voi explica în detaliu mai târziu, balonul este încă într-o fază incipientă, dar o criză financiară ar putea fi dificil de evitat mai târziu.

O problemă pentru Statele Unite ar putea fi aceea că un renminbi în creştere va provoca creşterea preţurilor de la Wal-Mart. O inflaţie de mici proporţii într-un mediu recesionist poate fi un lucru bun, dar Rezerva Federală trebuie să fie îngrijorată de stabilitatea monedei.

Cred că Rezerva Federală va continua să scadă ratele dobânzii cu o viteză chibzuită — 0, 25% la fiecare întâlnire a Comitetul de politică monetară, probabil fără întrerupere — dar va veni un moment când ratele dobânzilor pe termen lung vor creşte în replică la această scădere. La acel moment, Rezerva Federală va fi ajuns la limitele propriilor posibilităţi de a stimula economia. Din nou, nu ştiu când va fi atins acest moment, dar bănuiesc că va fi mai degrabă mai devreme, decât mai târziu.

Există multe îndoieli în ceea ce priveşte perspectivele unei recesiuni. Multe prognoze economice încă evaluează şansele la mai puţin de 50 de procente. Nu pot înţelege de ce. Preţurile locuinţelor vor trebui să scadă cu cel puţin 20 de procente în următorii cinci ani pentru a intra într-un raport normal

cu venitul domestic. Teoria mea creştere-declin îmi spune că preţurile trebuie să scadă pe moment sub raportul obişnuit pentru ca piaţa să fie limpede. Acest lucru înseamnă că preţurile trebuie să scadă cu mai mult de 20 de procente în mai puţin de un an, căci altfel piaţa nu se va limpezi pentru mulţi ani. În prezent piaţa nu se stabilizează, aşa cum o arată şi ultimele statistici. Un declin de o asemenea însemnătate va afecta în mod clar cheltuielile consumatorilor, angajările şi activitatea comercială în ansamblu. Singura forţă contracarantă este puterea exporturilor, dar aceasta trebuie să se reducă pe măsură ce restul lumii încetineşte. Cheltuielile consumatorilor au fost foarte mobile, iar aşteptările se îndreaptă în mod greşit spre partea pozitivă, cu 65% dintre proprietari aşteptând ca valoarea caselor lor să se aprecieze moderat. Teoria mea creştere-declin îmi spune că participanţii vor cădea în capcană de multe ori înainte ca economia să o ia pe drumul cel bun. Chiar dacă este discutabil dacă ne aflăm sau nu în recesiune, faptul că vom aluneca în recesiune în decursul anului 2008 mi se pare o certitudine.

Clarificarea instituţiilor financiare nu şi-a intrat încă în cursul ei obişnuit. Rezultatele de sfârşit de an vor conţine anumite surprize neplăcute, iar o recesiune va cauza sigur deteriorări ulterioare. Pot apărea anumite poveri de care ne putem debarasa. Obligaţiile de plată garantate, bazate pe proprietăţi imobiliare comerciale, în special pe malluri, se vor rezolva uşor. Băncile au iniţiat *härtere* prin care obţineau credite *swap* în schimbul propriilor bilanţuri; rămâne de văzut cum va afecta recesiunea acest aspect. Pieţele nu vor fi pe deplin reasigurate până când obligaţiile ascunse nu vor fi dezvăluite. Principalele bănci de investiţii au fost foarte sârguincioase în a-şi completa bilanţurile prin strângerea de capital, în principal din fonduri *sovereign* bogate, care reprezentau promisiunea de salvare a industriei bancare, dar al căror apetit poate ajunge curând la saţietate. Acesta poate fi unul din cazurile în care riscurile sunt transferate celor care le înţeleg mai puţin, iar preţurile plătite de primii investitori se pot dovedi prea mari.

Europa poate fi afectată aproape la fel de rău ca şi Statele Unite. Spania, cu propriul ei balon în domeniul imobiliar, iar Regatul Unit cu Londra pe post de centru financiar sunt deosebit de vulnerabile. Băncile europene şi fondurile de pensii sunt trase în jos de active cu valoare îndoielnică, mai mult chiar decât băncile americane, iar supraevaluarea euro şi a lirei sterline vor afecta economiile europene. Economia japoneză se descurcă de asemenea greu. Ţările dezvoltate, luate la un loc, alcătuiesc 70 de procente din economia mondială. Cu toate acestea, mă întreb încă dacă economia globală va intra în recesiune din cauza'dinamicii foarte favorabile ce prevalează în ţările bogate în petrol şi în anumite ţări cu economii în dezvoltare. Înţelepciunea tradiţională spune că atunci când Statele Unite strănută, restul lumii răceşte. Acest lucru era adevărat în trecut, acum însă, nu.

China parcurge o transformare structurală radicală, iar balonul de săpun al activelor generat de ratele reale negative ale dobânzilor facilitează procesul. Întreprinderi deţinute de stat sunt transferate către sectorul privat, iar administraţiile ajung de regulă la mize importante. Directorii abili erau obişnuiţi să facă bani în mod colateral; însă acum este avantajos pentru ei să câştige bani pentru companiile pe care le administrează şi pe care, din ce în ce mai mult, le şi deţin. Acţiunile listate la bursa de valori de la Shanghai pot părea supraevaluate după etaloanele tradiţionale (de peste 40 de ori câştigurile din anul precedent), dar aparenţele pot fi înşelătoare atunci când motivaţia administraţiei se schimbă. Nu există nici un dubiu că un balon este în curs de formare, dar acesta este în stare relativ incipientă, şi există interese majore pentru ca balonul să continue să se formeze. Elita economică este dornică să preschimbe câştigurile suplimentare de care se bucură momentan, deţinând proprietăţi pe care le pot transmite propriilor moştenitori. Există o coadă lungă de companii ale căror manageri sunt dornici să scape de sub proprietatea statului şi aceştia nu vor ca procesul să se întrerupă. Nimic nu se compară cu profitabilitatea investiţiilor într-un balon incipient.

Am vizitat China în octombrie 2005 şi, deşi nu mai făceam în mod activ investiţii, am observat acolo oportunităţi mai mari decât oricând în carieră. Economia chineză a crescut cu peste 10 procente pe an în ultimul deceniu, dar câştigurile corporaţiilor nu au ţinut pasul cu creşterea şi, după euforia de început, caracteristică burselor de valori nou înfiinţate, acţiunile au intrat pe un trend descendent în ultimii patru ani. Guvernul abia anunţase o schemă cu ajutorul căreia toate acţiunile deţinute de stat să fie comercializate în mai puţin de 24 de luni. Era o şansă care apare o dată în viaţă, dar nu am dorit să intru din nou în administrarea de bani activi şi nici nu am găsit un partener chinez potrivit. Am investit ceva bani în China, dar ca de obicei în astfel de cazuri, nu suficienţi. Indicele de la Shanghai a crescut de atunci cu peste 400 de procente.

China exercită o influenţă considerabilă asupra altor economii emergente. Ea a arătat o mare lăcomie faţă de materii prime şi a fost principalul motor al avântului produselor de bază şi al transportului pe uscat. În ciuda încetinirii aşteptate a economiei mondiale, se presupune că preţul minereului de fier va creşte cu cel puţin 30 de procente în următorul an, China fiind cel mai mare client. China a intrat în frenezia achiziţionării de companii producătoare şi exploatatoare de minereu, petrol şi alte materii prime. Este de asemenea gata să-şi extindă creditele pe termen lung asupra ratelor concesionare ale ţărilor africane. A ajuns să rivalizeze cu Vestul în ceea ce priveşte infuzia de capital în Africa. China a devenit totodată principalul partener comercial al multor ţări asiatice. (Devine de asemenea cel mai mare

producător de gaze cu efect de seră din lume, dar nu acesta este subiectul discuţiei noastre.)

Fără îndoială, recesiunea din ţările dezvoltate va afecta în chip nefavorabil exporturile chinezeşti, dar economia internă, precum şi investiţiile şi exporturile spre ţările în curs de dezvoltare pot prelua o mare parte din stagnare. Rata creşterii va fi încetinită, dar balonul, alimentat de ratele reale negative ale dobânzilor, va continua să crească. Este cert că indicele bursei de valori nu va mai creşte în aceeaşi măsură în care a făcut-o anul trecut. În fapt, el poate să nu mai crească deloc, dar volumul de noi produse şi dimensiunea totală a pieţei vor continua să crească neabătut. Transformarea structurală a economiei va deveni mult mai accentuată. Întreprinderile deţinute de stat, generatoare de pierderi, vor dispărea într-o măsură mai mică sau mai mare şi ceea ce eu numesc supra-întreprinderi deţinute de stat — divizii secundare din partea întreprinderilor de stat bine administrate ce-şi justifică preţurile de bursă ridicate absorbind active suplimentare de la compania mamă — vor deveni o caracteristică dominantă a pieţei. Procesul va fi întrucâtva asemănător cu ceea ce am descris ca fiind mania fuziunilor în capitolul „Oligopolizarea Americii" din *Alchimia finanţelor,* doar că totul va fi mult mai dramatic. Deznodământul este deschis, dar în oricare din cazuri, finalul este la câţiva ani distanţă. După părerea mea, China va traversa triumfătoare actuala criză financiară şi ulterioara recesiune, câştigând o putere considerabilă.

Perspectivele pe termen lung ale Chinei sunt îndoielnice. Nu va fi surprinzător dacă actualul boom de dezvoltare va sfârşi într-o criză financiară peste câţiva ani. Cu mult timp în urmă spuneam că în China comunismul se va termina printr-o criză capitalistă. La fel, transformarea Chinei într-o economie capitalistă nu poate fi desăvârşită fără o criză financiară. În orice caz, China ar putea să zguduie supremaţia Statelor Unite mult mai devreme decât era de aşteptat atunci când George W. Bush a fost ales preşedinte. Ce rezultat ironic pentru Proiectul unui Nou Secol American! Integrarea unei Chine năvalnice în interiorul ordinii mondiale va fi una din cele mai provocatoare misiuni pentru următoarea administraţie.

Am vizitat India în 2006, în perioada Crăciunului, şi am fost şi mai impresionat din punctul de vedere al investitorului, făcând o comparaţie cu China, deoarece India este o democraţie în care guvernează legea. În plus, din punct de vedere tehnic, era mult mai uşor de investit în India decât în China. De atunci, valorile medii ale pieţei s-au dublat. Creşterea economică a Indiei era de 3, 5 % pe an, puţin mai mare decât creşterea populaţiei. Acum, cota creşterii s-a dublat. Fundamentul reformelor economice a fost pus de actualul prim-ministru, Manmohan Singh, în perioada în care a exercitat funcţia de ministru al finanţelor, cu peste un deceniu în urmă, iar dinamica economiei a avut nevoie de ceva timp pentru a se schimba. Tehnologia informaţiei a fost

resursa care a servit drept catalizator. Creşterea acesteia a fost fenomenală. Anul trecut, India a stat la baza a peste jumătate din totalul noilor slujbe din această industrie pe întreg globul, dar chiar şi astăzi, ea reprezintă sub un procent din totalul angajărilor din India. Industria a depăşit apogeul de profitabilitate. Există o lipsă de forţă de muncă calificată, iar diferenţele de profit sunt afectate de aprecierea monedei. În schimb, dinamica s-a extins în toate sectoarele economiei.

Ridicarea fraţilor Ambani a fost cea mai spectaculoasă. Atunci când tatăl lor, fondatorul Reliance Industries, a murit, fraţii şi-au împărţit imperiul între ei, iar acum încearcă să se depăşească reciproc. Activităţile lor variază de la rafinarea petrolului, produse petrochimice şi producţie de gaz natural în largul mării, până la servicii financiare şi telefonie mobilă. Descoperirea de gaze naturale în largul mării promite să autonomizeze industria.energetică a Indiei în următorii ani. Mukesh Ambani se foloseşte de fluxul de numerar obţinut din propriile afaceri cu petrol şi gaz pentru a pune bazele companiei Reliance Retail, distribuind alimente de la producător direct spre consumator — un proiect îndrăzneţ ce urmăreşte să reducă diferenţele de preţ dintre consumator şi producător cu mai mult de jumătate.

Infrastructura Indiei rămâne mult în urma celei chineze, dar investiţiile din acest sector încep să se amplifice, ajutate de economiile interne şi de infuziile de capital ale ţărilor bogate în petrol din regiunea Golfului, care au mari comunităţi de emigranţi indieni. În aceste condiţii, mă aştept ca economia indiană să meargă bine, cu toate că, în urma performanţelor ei astronomice, bursa de valori poate fi vulnerabilă la rectificări.

O altă sursă de vigoare pentru economia mondială este de găsit în câteva dintre ţările producătoare de petrol din Orientul Mijlociu (nu discut cazul Rusiei deoarece nu vreau să investesc acolo). Aceste state acumulează rezerve într-un ritm impresionant, de la 122 miliarde dolari în 2006 şi aproximativ

114 miliarde dolari în 2007, la un nivel al rezervelor de 545 miliarde dolari*. Ele sunt dornice să-şi diversifice obligaţiunile denominate în dolari, punând bazele unor fonduri suverane bogate ale căror active cresc rapid. Statele din Golf au decis să investească în dezvoltarea propriilor economii prin exploatarea accesului la energie ieftină, construirea de rafinării petroliere şi centrale petrochimice, topitorii de aluminiu şi alte industrii grele, la un ritm limitat numai de lipsa de forţă de muncă şi de echipament. Datorită avantajului competitiv, este posibil ca aceste ţări să devină factori dominanţi în aceste industrii. Abu Dhabi a decis să fondeze o metropolă care să rivalizeze cu Dubaiul. Cu rezerve de peste o mie de miliarde de dolari şi cu o populaţie de 1, 6 milioane locuitori (80 % fiind imigranţi), îşi permit să facă asta. Ritmul forţat al dezvoltării a creat presiuni inflaţioniste şi există o motivaţie clară pentru decuplarea monedelor faţă de dolar. Kuweitul a acţionat deja în această

direcţie, dar celelalte state, în special Arabia Saudită, au fost descurajate prin presiuni puternice din partea Washingtonului să urmeze exemplul Kuweitului. Cursul fix al dolarului, corelat cu inflaţia internă, a adus cu sine rate negative ale dobânzii reale.

Bursele de valori ale Statelor din Golf se refac după prăbuşirea gravă ce a urmat euforiei iniţiale, iar cotele negative ale dobânzilor reale atrag afluxurile de capital străine, la fel ca şi în China. Acesta este efectul pervers al cursului fix al dolarului, deşi în cazul statelor din Golf, cu excepţia Kuweitului, acest curs nu a scăzut. Cred că în ciuda riscurilor politice /reprezentate de Iran, dinamica este una suficient de puternică pentru a susţine o încetinire a scăderii mondiale. Orice scădere a ratei dobânzii în Statele Unite ar spori presiunea asupra cursului fix.

Fondurile suverane *(sovereign)* devin nişte jucători din ce în ce mai importanţi în sistemul financiar internaţional. Mărimea lor actuală este estimată la 2, 5 bilioane de dolari şi se află în creştere. Ele au investit deja 28, 65 miliarde de dolari în instituţii financiare.** China a alocat 5 miliarde

brie 2007. Printre ţările din spatele acestor cifre se numără: Bahrain, Iran, Irak, Kuweit, Libia, Oman, Qatar, Arabia Saudită şi Emiratele Arabe Unite. Rezervele brute ale Arabiei Saudite cuprind investiţii în valori străine, acestea fiind excluse din raportarea rezervelor oficiale.

de dolari investiţiilor în Africa. Fondurile suverane vor ieşi probabil la rampă ca o ultimă opţiune pentru investitori şi creditori, jucând un rol similar cu cel al Japoniei după crahul pieţei financiare din 1987. Dar fondurile suverane sunt mult mai diversificate decât erau instituţiile japoneze şi ele pot să urmeze căi divergente. Criza financiară poate să le facă să fie mult mai bine văzute în Vest decât ar fi fost oriunde altundeva. Trebuie reamintit că o companie de stat chineză, China National Offshore Oii Corporation, s-a lovit de o opoziţie politică în momentul în care a încercat să achiziţioneze Unocal, la fel cum a păţit o companie din Dubai, DP World, atunci când a încercat să preia controlul asupra unor facilităţi portuare americane. În ideea că aceste evenimente se pot generaliza, fondurile suverane sunt de aşteptat să favorizeze investiţiile în ţările dezvoltate, fiind limitate doar de capacitatea de absorbţie a acelor ţări.

Acest fapt poate să ducă la consolidarea performanţelor pozitive ale economiilor în curs de dezvoltare. Fondurile suverane vor deveni probabil acţionari importanţi în economia Statelor Unite dacă nu vor fi împiedicate de măsuri protecţioniste.

Se pune întrebarea dacă încetinirea globală se va transforma într-o recesiune globală. Totuşi se poate prezice cu un grad semnificativ de certitudine că ţările în curs de dezvoltare se vor descurca mult mai bine decât ţările dezvoltate. Acest fapt poate sta la baza unei inversări decisive, în

momentul în care investiţiile în producerea de materii prime vor depăşi propriile capacităţi.

În 2007, poziţiile *long* de pe pieţele emergente şi *short* de pe bursele de valori ale ţărilor dezvoltate au reprezentat o strategie investiţională rentabilă. Mă aştept că acest lucru să fie valabil şi în 2008, dar cu o mică schimbare de accent de pe net *long* pe net *short.* Datorită schimbărilor înregistrate de fondul meu, care dintr-un fond de *hedging* pur a devenit un fond filantropic, precum şi din cauza rolului meu redus în administrarea lui, nu-1 consider adecvat pentru a oferi un raport detaliat al poziţiilor noastre investiţionale, aşa cum am făcut cu experimentul în timp real publicat *m Alchimia finanţelor.* Pot totuşi să rezum strategia mea investiţională pentru 2008 într-o singură frază: acţiuni *short* americane şi europene, obligaţiuni pe zece ani emise de guvernul Statelor Unite şi dolarul american; acţiuni *long* chinezeşti, indiene şi ale statelor din Golf şi monede nonamericane.

6 IANUARIE 2008

Experimentul în timp real merge mai bine decât sperasem. Facem bani şi din poziţiile în aşteptarea creşterii, şi din vânzările *short,* şi din valute. Doar poziţia *short* în obligaţiuni guvernamentale pe 10 ani ale Statelor Unite lucrează împotriva noastră, dar asta era de aşteptat; acţiunile şi obligaţiunile tind mereu să evolueze în direcţii diferite. Atunci când am ales poziţia aceasta ştiam că este devreme, dar cu un dolar în scădere cred că până la urmă se va dovedi o investiţie bună şi între timp va reduce volatilitatea portofoliului. Păstrând specificul nostru de fond de investiţii, mai degrabă decât de fond speculativ, expunerea noastră e destul de redusă: mai puţin de jumătate din capitalul propriu, în oricare din cele două variante.

Am început să mă gândesc când să-mi acopăr poziţiile *short la* vânzare, încă nu e cazul, cu siguranţă. Piaţa abia începe să se convingă că urmează o perioadă de recesiune; va trebui să scadă sub valorile minime ale anului 2007. Nu cred că actuala administraţie va reuşi să impună nişte politici care să îmbunătăţească situaţia. Piaţa ar putea, desigur, să ajungă la nişte minimuri tranzacţionabile mai devreme de şase luni — nu mă prea pricep să prezic nivelurile minime.

10 MARTIE 2008

În mare am avut dreptate cu predicţiile mele pentru 2008, dar au existat câteva abateri minore care au avut un impact semnificativ atât asupra cursului evenimentelor, cât şi în ceea ce priveşte performanţa investiţiilor noastre.

• Dezmembrarea sistemului financiar a fost mai gravă decât anticipasem. Pieţe despre care nici nu ştiam că există, precum piaţa obligaţiunilor municipale vândute la licitaţie, s-au prăbuşit. Soldurile creditoare continuă să

se înmulţească şi pierderile cresc'de la o zi la alta. Băncile şi brokerii au crescut de curând cerinţele referitoare la marjă, iar fondurile speculative ce mizau pe efectul de levier se văd nevoite să renunţe la acesta. Unele din ele chiar sunt în situaţia de lichidare. Criza încă se mai poate extinde: piaţa uriaşă a swapurilor pe risc de credit încă nu s-a manifestat pe deplin. Pierderile de bilanţ vor atinge un nivel record în primul trimestru al lui 2008. E posibil să se înregistreze pierderi şi în trimestrele următoare, dar nu la fel de severe.

• Bursele de mărfuri se prezintă mai bine decât credeam. Preţul minereului de fier a crescut cu 60%, nu cu 30%, iar uncia de aur se apropie de 1000 de dolari.

• Rezerva Federală s-a clătinat mai puternic decât mă aşteptam. Rata fondurilor federale a scăzut cu trei sferturi de procent în şedinţa de urgenţă din 22 ianuarie şi s-a mai mişcat cu încă jumătate de procent în şedinţa uzuală din 30 ianuarie.

• în ciuda situaţiei dramatice, Rezerva Federală nu a reuşit să reducă dobânzile la creditele ipotecare, dar din alt motiv decât cel anticipat de mine. Amploarea creditelor debitoare, şi nu curba descendentă a randamentului, a fost principalul factor de creştere al dobânzilor la creditele ipotecare. Randamentul obligaţiunilor guvernamentale pe 10 ani a scăzut brusc şi poziţia noastră de vânzare *short* s-a dovedit una foarte costisitoare.

• Piaţa indiană a suferit o cădere masivă. Nu am renunţat la timp la poziţiile *long,* aşa că am simţit efectele în plin. Pierderile din aceste două poziţii (China nu ne-a afectat atât de mult) ameninţă câştigurile din contul macro şi, drept urmare, suntem puţin peste limita de supravieţuire pentru anul în curs.

Am multiplicat poziţiile *short în* dolari şi în instrumente financiare de pe pieţele din Statele Unite şi din Europa şi am diminuat uşor poziţiile *short* în obligaţiuni guvernamentale, aşa încât suntem poziţionaţi destul de bine pentru perioada imediat următoare. Mă aştept să se ajungă din nou la nivelul minim al acţiunilor, cel atins în ianuarie, cu acţiunile instituţiilor financiare atingând niveluri foarte scăzute în timp ce piaţa, per ansamblu, rămâne la un nivel mediu. Acest fapt poate duce la o intensificare a tranzacţiilor pe piaţă, dar cred că nivelul acţiunilor va scădea încă şi mai mult în lunile ce vor urma.

De curând ni s-a alăturat un nou director de investiţii; asta îmi va permite să mă distanţez de piaţă. Intenţionăm să ne acoperim unele din poziţiile *short* în momentul în care acţiunile vor atinge nivelul minim şi poate să introducem poziţii *long* pe unele acţiuni care vor beneficia de pe urma unui dolar slăbit, apoi să stabilim alte poziţii *short,* atunci când tranzacţiile se vor intensifica. Noul director de investiţii cunoaşte bine piaţa obligaţiunilor. El a acumulat unii dintre indecşii ipotecari cu cele mai mari rate şi intenţionează să sporească poziţiile noastre *short* în obligaţiuni guvernamentale pe termen lung.

16 MARTIE 2008

A fost o săptămână dramatică. Eliminarea efectului de levier din fondurile de *hedging* a continuat, iar unele dintre ele sunt lichidate forţat, accentuând scăderea acţiunilor şi extinderea creditelor. Dolarul atinge noi cote minime, cu moneda euro sărind de 1, 55 USD şi yenul ajungând la 100 pe dolar. Presiunile de pe pieţele valutare se intensifică. Atât moneda Chinei, cât şi monedele statelor din Golf îşi consolidează poziţia faţă de dolar. Joia aceasta compania Bear Sterns a fost suspectată că poartă o parte din vină, ceea ce a forţat Rezerva Federală să îi sară, vineri, în ajutor, oferindu-le o linie de credit prin intermediul JP Morgan. Panica este aproape palpabilă. Am continuat să multiplicăm poziţiile *short* pe dolar, dar mergem în contra curentului de scădere a acţiunilor şi de continuă creştere a obligaţiunilor guvernamentale. Am cumpărat câteva acţiuni Bear Sterns şi am vândut nişte derivate ale aceleiaşi companii (prima dată când acţionăm pe acest gen de piaţă) aşteptând ca Bear Sterns să fie scoasă la licitaţie peste weekend de către Rezerva Federală. E un pariu pe termen scurt care fie se va dovedi profitabil luni, fie va fi şters de pe listă. Până acum, rezultatul este o remiză; fondul continuă să se menţină pe linia de plutire, cu contul macro aducând bani, iar restul fondului ieşind în pierdere. Singura noastră consolare este că portofoliul e mult mai puţin volatil decât pieţele în acest moment. Ar fi bine să ne aducă şi ceva profit.

20 MARTIE 2008

Altă săptămână plină de evenimente. Bear Sterns nu a fost scoasă la licitaţie, ci preluată forţat de JP Morgan la 2 dolari pe acţiune. Am avut dreptate pe jumătate: am câştigat din derivate^ dar am pierdut substanţial din acţiuni. Acţionarii de la Bear sunt nemulţumiţi, dar probabil lipsiţi de putere în acest context. Am omis să luăm în considerare faptul că Bear nu este o companie tocmai populară, iar Rezerva Federală se va folosi de ocazie pentru a gestiona riscul moral pedepsind acţionarii.

Pieţele au fost şocate de decizia Rezervei Federale, iar luni s-a înregistrat un record al vânzărilor. Am profitat de ocazie pentru a ne acoperi poziţiile *short în* acţiuni financiare şi până marţi dimineaţa riscul acţiunilor noastre era la un prag neutru, pariind că Lehman Brothers, care a fost sub asediu în cursul zilei de luni, va rezista atacurilor. Am avut dreptate şi, după ce Rezerva a redus dobânzile cu încă 75 de puncte, acţiunile au avut cel mai bun curs din anul curent. Acest fapt ar fi trebuit să impulsioneze tranzacţiile pentru încă vreo câteva săptămâni, dar piaţa acţiunilor a încălcat toate regulile şi a căzut din nou miercuri. În fiecare secvenţă creştere-declin oamenii tind să creadă că regulile de bază nu se mai aplică, dar se înşeală. De data aceasta, însă, lucrurile stau cu totul altfel, confirmându-mi teoria că această criză nu

seamănă cu nici o alta. Mai mult decât atât, dolarul s-a apreciat rapid marţi dimineaţă, provocând pagube în contul macro. Fondul este acum la un nivel foarte scăzut pentru tot anul. Pun creşterea rapidă a dolarului pe seama lichidării poziţiilor speculative, unele forţate, altele din motive tehnice. Intenţionez să îmi păstrez poziţiile, dar mă aştept la pierderi suplimentare. Unul din avantajele de a avea un efect de levier foarte scăzut este că îmi pot permite aceste pierderi.

Trebuie să închei experimentul în timp real pentru că manuscrisul trebuie să ajungă la editor. Aş fi preferat să-1 închei cu fondul pe profit în ansamblu, nu doar în contul macro, dar acest rezultat poate fi mai util pentru scopul acestei cărţi. Suntem într-o perioadă de eliminare forţată a efectului de levier şi de colaps al imperiilor financiare. E greu să te sustragi unor astfel de efecte.

23 MARTIE 2008

Scriind concluzia acestei cărţi am înţeles mai bine la ce anume trebuie să ne aşteptăm pe parcursul lui 2008. Pe baza acestor concluzii îmi voi orienta investiţiile financiare. Voi încheia deci experimentul în timp real citând pasajul-cheie din concluziile cărţii:

În cele din urmă guvernul american va trebui să folosească banii contribuabililor pentru a stopa declinul preţurilor de pe piaţa

imobiliară. Până atunci însă, preţurile vor continua să scadă accelerat, oamenii îşi vor părăsi casele a căror valoare a scăzut sub cea a ipotecii şi din ce în ce mai multe instituţii financiare vor ajunge la faliment, ceea ce va accentua şi mai mult recesiunea şi declinul dolarului. Administraţia Bush şi majoritatea analiştilor economici nu înţeleg faptul că pieţele îşi pot consolida singure nu doar tendinţele de creştere, ci şi pe cele de scădere. Ei aşteaptă ca piaţa imobiliară să ajungă singură la un nivel minim, dar acesta este mai departe decât anticipează ei.

S&P / Case Shiller – Indexul preţurilor locuinţelor

Analiză pe 20 de oraşe AN/AN %, din ianuarie

SURSA: S&P/Case-Shiller Home Price Index, 25 martie 2008

Capitolul 8

CÂTEVA RECOMANDĂRI DE PRINCIPIU

Ar fi prematur să avansez recomandări ferme legate de politicile financiare. Şi asta din mai multe motive. În primul rând, sunt prea implicat în activitatea pieţelor de profil ca să aloc suficient timp de gândire acestei chestiuni. Drama care se desfăşoară în prezent afectează toate planurile şi pentru mine implică o mulţime de riscuri. Ar trebui să mă detaşez de mersul pieţelor pentru a putea reflecta obiectiv la posibilele recomandări, în al doilea rând, nu putem aştepta prea multe de la administraţia curentă. Iniţiativele majore vor trebui să vină de la un nou preşedinte şi doar un preşedinte democrat ar putea schimba lucrurile, ducând naţiunea într-o direcţie nouă. În al treilea rând, situaţia este foarte gravă şi orice nouă iniţiativă ar trebui dezbătută intens şi în amănunt. Vă voi expune în rezumat ideile mele, mai degrabă sub forma unor subiecte de dezbatere decât sub cea a unor recomandări ferme.

În mod evident industria financiară scăpată de sub control devastează economia şi trebuie luată în stăpânire. Acordarea creditelor este prin natura ei un proces reflexiv care trebuie să fie bine reglementat pentru a preveni excesele. Trebuie să ne reamintim, însă, că cei care fac regulile sunt nu numai oameni, deci supuşi greşelii, ci şi birocraţi. O reglementare strictă, excesivă, ar dăuna puternic dezvoltării economice. Întoarcerea la politicile care au funcţionat după cel de-al Doilea Război Mondial ar fi o mare greşeală. Disponibilitatea creditelor stimulează nu doar productivitatea, ci şi flexibilitatea şi inovaţia. Nu trebuie să punem acordarea creditelor într-o cămaşă de forţă. Lumea este guvernată de incertitudine, iar pieţele se pot adapta la condiţiile în perpetuă schimbare mai bine decât birocraţii.

În acelaşi timp, trebuie să admitem că pieţele nu se adaptează pasiv la condiţiile schimbătoare, ci influenţează în bună măsură cursul evenimentelor. Pieţele pot crea, ele însele, instabilitatea şi incertitudinea, care fac ca flexibilitatea lor să fie atât de preţioasă. Acest lucru nu trebuie pierdut din vedere în alcătuirea politicilor macroeconomice. Pieţele trebuie să aibă cea mai vastă arie de acţiune compatibilă cu stabilitatea economică.

În mare parte, excesele de pe pieţele financiare sunt cauzate de incapacitatea regulatorilor de a le ţine sub control. O parte din noile metode şi instrumente financiare apărute au avut la bază premise false. Ele s-au dovedit a fi imposibil de susţinut şi în consecinţă vor trebui abandonate. Altele însă sunt de ajutor în protecţia împotriva riscurilor şi vor trebui menţinute în funcţiune. Cei care reglementează pieţele trebuie să aibă o imagine clară a inovaţiilor de ultimă oră şi să nu permită practici pe care nu le înţeleg în

totalitate. Ideea că managementul riscului poate fi lăsat în totalitate pe seama jucătorilor din piaţă a fost o aberaţie. Există anumite riscuri sistemice care trebuie gestionate de autorităţile de reglementare, în acest scop, ele trebuie să deţină toate informaţiile de care au nevoie. Participanţii de pe piaţă, inclusiv fondurile speculative, fondurile de investiţii din proprietatea statului şi alte entităţi care nu sunt reglementate specific, trebuie să furnizeze aceste informaţii autorităţilor, chiar dacă acest fapt implică un proces costisitor şi complicat. În comparaţie cu costurile unui colaps, aceste costuri devin nesemnificative.

Hazardul moral pune o problemă spinoasă, dar nu imposibil de rezolvat. Să fim sinceri: atunci când sistemul financiar este în pericol, autorităţile trebuie să cedeze. Fie că le place sau nu, instituţiile de creditare trebuie să accepte faptul că se află sub protecţia autorităţilor şi, în consecinţă, trebuie să plătească un anumit preţ. Autorităţile trebuie să exercite un control mai strict în faza de expansiune a creditelor. Evident, acest lucru va limita profitabilitatea afacerilor. Cei angajaţi în domeniu vor milita împotriva acestui lucru, dar acordarea creditelor trebuie să rămână o activitate bine reglementată. Dacă lucrurile scapă de sub control, iar instituţiile financiare au nevoie de ajutor, responsabilitatea aparţine autorităţilor. În ultimii ani lucrurile au scăpat de sub control, iar industria financiară a fost lăsată să se extindă mult prea mult, devenind mult prea profitabilă.

Cea mai importantă lecţie care poate fi învăţată din criza curentă este aceea că autoritatea monetară ar trebui să fie preocupată nu doar de controlul fluxului de monedă, ci şi de acordarea de credite. Monetarismul este o doctrină falsă. Banii şi creditul nu merg mână în mână. Autorităţile trebuie să aibă în vedere nu doar inflaţia generată de salarii, ci şi evitarea crizelor de producţie. Preţurile bunurilor depind nu doar de disponibilitatea banilor pe piaţă, ci şi de dorinţa de a îi oferi sub formă de împrumut. Autorităţile monetare trebuie să supravegheze şi să ţină cont nu numai de cantitatea de monedă, ci şi de condiţiile de creditare. Se poate obiecta că a cere autorităţilor monetare să monitorizeze preţurile bunurilor înseamnă a le încărca cu prea multe sarcini. Această obiecţie ar fi validă în cazul în care rolul acestor autorităţi s-ar limita la aplicarea mecanică a unor reguli. Sarcina lor este însă mult mai complexă. Autorităţile monetare sunt implicate într-un joc delicat de gestionare a aşteptărilor şi ele folosesc toate trucurile tehnicilor de manipulare. Este vorba aici mai mult de o artă, decât de o ştiinţă propriu-zisă. Alan Greenspan a fost un mare artist al manipulării. Din păcate, însă, şi-a folosit talentul pentru o cauză greşită şi s-a comportat ca un fundamentalist al pieţei.

Atât balonul imobiliar, cât şi super-balonul s-au caracterizat prin utilizarea excesivă a efectului de levier. Acest fapt a fost motivat prin modele sofisticate de management al riscului care au luat în calcul riscurile cunoscute, dar au

ignorat incertitudinile inerente reflexivităţii. Chiar dacă nu întreprind nici o altă acţiune, autorităţile de reglementare ar trebui să preia controlul asupra utilizării levierului, control pe care obişnuiau să îl exercite mai demult. Acţiunile fac încă obiectul cerinţelor referitoare la marjă, deşi acestea au devenit practic inutile, întrucât există nenumărate moduri de a le ocoli în mod legal. Instrumentele financiare bazate pe ipoteci şi cele sintetice nu au fost supuse controlului niciodată, pentru că au fost introduse pe piaţă în timpul erei fondamentaliste. Controlarea efectului de levier va reduce atât dimensiunile, cât şi profitabilitatea industriei financiare, dar ea este o acţiune necesară în interes public.

O măsură specifică, ce ar putea rezolva parţial problema, ar fi înfiinţarea unei case de compensare-decontare. Contracte în valoare de 45 de mii de miliarde de dolari au rămas în aer şi deţinătorii lor nu au nici cea mai vagă idee dacă partenerii lor şi-au luat măsurile de asigurare necesare. Este probabil că o parte dintre ei nu îşi vor putea îndeplini obligaţiile la termen. Această perspectivă întunecă orizonturile pieţelor financiare precum o sabie a lui Damocles ce ameninţă în permanenţă să cadă. Acest lucru a jucat probabil un rol important în decizia Rezervei Federale de a nu lăsa Bear Sterns să ajungă la faliment. Stabilirea unei case de compensare-decontare, cu o structura de capital solidă şi cerinţe stricte legate de marjă, care să preia toate contractele existente şi viitoare, ar aduce numeroase avantaje.

Cum se poate ieşi din haosul creat de balonul imobiliar? Politicile fiscale şi monetare anticiclice ar fi un demers necesar dar, din motivele prezentate mai sus, nu unul suficient. Pentru stoparea prăbuşirii preţurilor la case şi pentru atenuarea efectelor sunt necesare măsuri suplimentare şi este de dorit ca un număr cât mai mare de oameni să îşi păstreze casele. Aceasta se aplică atât în cazul deţinătorilor de ipoteci cu risc sporit, cât şi în al celor ale căror ipoteci depăşesc în acest moment valoarea caselor. Îi putem considera victime ale balonului imobiliar care merită o perioadă de relaxare. O relaxare care poate avea două tăişuri, întrucât valoarea ipotecilor vine tocmai din executarea forţată. Dacă în mai toate ţările debitorul este personal responsabil, în Statele Unite executarea silită este singura soluţie la îndemâna creditorului în cazul în care debitorul nu îşi achită ratele la timp. Pe de altă parte, executările forţate ar reduce şi mai mult preţul caselor şi ar adânci haosul imobiliar. Ele ar fi costisitoare pentru toate părţile implicate şi s-ar traduce în efecte secundare negative pentru piaţă. Ce se poate face pentru a echilibra toate aceste elemente? Acesta este un subiect căruia i-am acordat mai multă atenţie decât celorlalte discutate până acum şi în tratarea căruia am implicat şi fundaţia mea, Institutul pentru o Societate Deschisă. Iată concluziile mele preliminare.

Circa 40% din cele 7 milioane de credite ipotecare cu risc ridicat vor ajunge la lichidare de neplată în următorii doi ani. În cazul creditelor cu rate

ajustabile problema va avea acelaşi ordin de mărime, dar se va derula într-o perioadă mai mare de timp. Acest fapt va menţine presiunea de scădere a preţurilor caselor şi este probabil ca ele să scadă încă o bună perioadă de timp dacă nu sunt oprite de o intervenţie guvernamentală.

Suferinţa în plan uman provocată de criza creditelor ipotecare va fi enormă. Există dovezi substanţiale că pensionarii au fost victimele unor practici rapace, la limita legii, astfel încât ei sunt în mare majoritate în situaţia de executare pentru neplată. Comunităţile de culoare au fost şi ele afectate disproporţionat. Dat fiind că deţinerea în proprietate a unei case este un factor cheie pentru creşterea oportunităţilor şi a averii în Statele Unite, cei mai grav afectaţi vor fi tinerii de culoare din clasa de mijloc, cu studii superioare şi mobilitate sporită. Ei sunt aceia care au crezut în promisiunile unei societăţi fondate pe proprietatea privată, iar casele sunt proprietatea lor. Avem un prim exemplu în Prince George, Maryland, una din cele mai prospere comunităţi predominant de culoare, care înregistrează acum cea mai mare rată a lichidărilor pentru neplată din întregul Maryland. Statisticile din acest stat arată că 54% dintre proprietarii de case afro-americani au credite cu risc ridicat, faţă de numai 47% dintre hispanici şi 18% albi.

Lichidările forţate pentru neplată tind să scadă valoarea caselor din jur, împingând şi mai mulţi proprietari să renunţe la case deoarece ipoteca acestora depăşeşte valoarea lor de pe piaţă. În cele din urmă lichidările forţate afectează cartiere întregi şi au repercusiuni în diverse alte arii, precum şomajul, educaţia, sănătatea şi protecţia copiilor. Măsurile guvernamentale ar trebui să aibă în vedere tocmai evitarea acestor lichidări premature de credite. Iniţiativele lansate de administraţia Bush nu sunt nimic altceva decât un exerciţiu de relaţii publice. Odată aplicate toate restricţiile şi limitările, practic nu mai poţi face nimic.

Sunt necesare atât abordări sistemice, cât şi unele specifice, personalizate, în privinţa celor sistemice, cred că Barney Frank este pe calea cea buna, deşi nu merge suficient de departe în dorinţa de a-şi asigura sprijinul ambelor tabere din Camera Reprezentanţilor. El a înaintat două propuneri de lege care ar restabili echilibrul între dreptul la lichidare forţată şi descurajarea exercitării acestui drept — dacă ar fi adoptate în ordinea propusă. Mai întâi, el ar modifica legea falimentului, astfel încât judecătorul sindic să poată schimba condiţiile de creditare pentru reşedinţa principală. Acest lucru i-ar determina pe creditori să modifice singuri termenii împrumutului, pentru a evita soluţionarea în justiţie a ipotecii sau chiar reducerea acesteia. Obiecţiile ridicate de către reprezentanţii Partidului Republican s-au referit la faptul că acest gen de lege ar încălca drepturile creditorilor, făcând pe termen lung creditele ipotecare chiar mai scumpe. Dar propunerea lui Frank vizează doar contractele de ipotecă încheiate între ianuarie 2005 şi iunie 2007. Mai mult decât atât, legea

actuală a falimentului permite deja modificarea ratelor ipotecare pentru reşedinţele secundare şi nu a afectat în mod serios costul acestora.

În al doilea rând, Frank ar permite Administraţiei Federale pentru Locuinţe (AFL) să asigure garanţiile ce ar permite refinanţarea debitorilor cu risc ridicat şi relaxarea condiţiilor lor de creditare. Beneficiarii contractului iniţial de ipotecă ar fi plătiţi din fondurile puse la dispoziţie de AFL, cu până la 85% din valoarea actualizată a casei respective. În compensaţie, AFL va deţine o a doua ipotecă asupra proprietăţii. Dacă proprietarul vrea să vândă casa sau să îşi refinanţeze împrumutul, el va achita maximul între (1) o taxa de ieşire din sistem, egală cu 3% din suma împrumutată iniţial de la AFL; sau (2) un procent descrescător din profiturile lui (de exemplu 100% în primul an, 20% în al cincilea an şi 0% în anii următori). După cel de-al cincilea an, practic, se va achita doar taxa de ieşire din sistem, de 3%.

Faptul că această iniţiativă se bazează pe voluntariat constituie atât avantajul, cât şi slăbiciunea ei. Partea bună este că nu încalcă dreptul la lichidarea creditului pentru neplată. Partea proastă este că se poate aplica doar la un segment restrâns al celor afectaţi de problema creditelor ipotecare. Ea se limitează doar la debitorii ale căror venituri sunt cel puţin egale cu de două ori şi jumătate valoarea dobânzilor creditului. În acelaşi timp, beneficiarii ipotecilor ar trebui să accepte o sumă de 85% din valoarea de piaţă a casei, fără nici o perspectivă de câştiguri viitoare datorate creşterii valorii acesteia. Propunerea lui Frank referitoare la AFL ar putea deveni lege în timpul administraţiei Bush, dar probabil nu va avea un impact hotărâtor în criza imobiliară şi ar trebui extinsă substanţial pentru a face cu adevărat o diferenţă. Modificarea legii falimentului ar fi mult mai eficientă în acest context, dar ea nu este susţinută de actuala administraţie.

Conform reprezentanţilor industriei ipotecare, există o serie de impedimente de ordin legal şi practic ce nu permit intermediarilor să modifice condiţiile creditelor cu risc ridicat, care se apropie de lichidarea pentru neplată. Aceştia susţin că securizarea sistemelor ipotecare face împrumuturile individuale dificil de urmărit şi că reglementările în domeniu le limitează posibilitatea de a modifica din mers condiţiile de creditare. Dar principalul impediment este „războiul facţiunilor". Diversele entităţi implicate au diverse interese asupra aceluiaşi împrumut — unii pot avea prioritate în ceea ce priveşte sumele împrumutate, alţii în ceea ce priveşte dobânzile. Din acest motiv, intermediarii de pe piaţă nu doresc să modifice condiţiile creditelor — o entitate ar avea de suferit mai mult decât alta, iar intermediarii sunt responsabili în mod egal faţă de toate entităţile implicate.

Toată lumea este însă de acord că agregatele contractuale gestionate în comun oferă o flexibilitate mai mare decât se credea până acum. Agenţia de *rating* Moody confirmă că rata de modificare a creditelor este în creştere, dar

ea a afectat doar 3, 5% din creditele lichidate în 2007. Beneficiile acestor operaţiuni ar trebui mai bine cuantificate şi documentate pentru a convinge debitorii să exercite o presiune mai mare asupfa instituţiilor care le-au acordat creditele.

Din păcate încă, chiar în contextul unor reforme consistente, destui proprietari vor fi nevoiţi să renunţe la locuinţele lor, iar administraţiile locale vor trebui să fie conştiente de această problemă. Şi, cum contractele cele mai lipsite de scrupule au fost încheiate în zonele populate majoritar de minoritari afro-americani, care sunt cei mai vulnerabili din punct de vedere financiar, administraţiile locale se vor confrunta cu un număr mare de proprietăţi aruncate pe piaţă exact acolo unde piaţa este cel mai puţin pregătită să le absoarbă. Problema va fi ca aceste proprietăţi să fie transferate rapid unor cumpărători responsabili care să le ocupe şi să le întreţină corespunzător.

Ajutorarea comunităţilor locale se va dovedi un teren propice pentru acţiuni filantropice private. În combinaţie cu fonduri federale şi de la guvernele locale, acestea ar avea un impact şi o arie de acoperire corespunzătoare. Fundaţia mea sprijină iniţiativele locale din New York şi Maryland.

În New York am creat Centrul pentru Comunităţile New Yorkului care este alimentat de fonduri de la guvernul statului New York, din acţiuni filantropice private şi de la instituţii financiare. El se ocupă cu sporirea şi coordonarea acţiunilor de împiedicare a lichidărilor de neplată, cu servicii de consiliere şi asistenţă legală, remediere a creditelor şi educaţie preventivă pe acest subiect. Scopul principal al Centrului este acela ca debitorii să rămână în casele lor. În cazurile în care acest lucru nu este posibil, Centrul se va ocupa de transferul proprietăţilor către cumpărători responsabili sau către organizaţii nonprofit care să menţină stabilitatea comunităţilor afectate. Centrul va acţiona ca un broker onest, intermediind comunicarea între debitori, creditori şi instituţiile financiare. Chiar dacă piaţa imobiliară din New York nu este printre cele mai grav afectate de criza curentă, sper ca soluţiile locale testate aici să fie un exemplu valabil pentru alte comunităţi cu probleme.

În Maryland se depun eforturi susţinute pentru a ajuta debitorii aflaţi în lichidare pentru neplata ipotecilor. Coaliţia pentru Salvarea Proprietăţilor din Baltimore şi o coaliţie similară din Prince George's County se află şi ele în sprijinul proprietarilor de case cu probleme. Un factor care le limitează eficienţa este lipsa consilierilor bine pregătiţi. Plănuim să susţinem mai multe sesiuni de instruire în acest sens, unele dintre ele beneficiind şi de suportul financiar al guvernului.

Cercetăm şi alte măsuri ce pot fi implementate.

Concluzii

Principalul scop al acestei cărţi este acela de a demonstra validitatea şi importanţa reflexivităţii. Momentul este unul prielnic. Paradigma dominantă —

teoria echilibrului şi derivatul ei politic, fundamentalismul de piaţă — s-a dovedit incapabilă de a explica starea curentă a lucrurilor, ba chiar poate fi considerată unul din factorii care au contribuit la aceasta. Avem nevoie de o nouă paradigmă. Dar cea nouă, pe care o propun aici — recunoaşterea reflexivităţii — încă nu şi-a dovedit validitatea. Până acum nu a putut concura cu teoria echilibrului pentru că nu a putut furniza predicţii inatacabile. Din acest motiv nici nu a primit atenţia cuvenită din partea economiştilor. Acum însă, când teoria echilibrului s-a dovedit un eşec atât din punctul de vedere al predicţiilor, cât şi al explicaţiilor, terenul este pregătit. Trebuie să se acorde credit ideii că reflexivitatea introduce un element de incertitudine în întreprinderile umane, în general, şi în pieţele financiare, în particular. Dar teoria trebuie demonstrată practic, în materie de explicaţii am făcut tot ce mi-a stat în putinţă. M-am folosit de propriul cadru conceptual pentru a mă orienta în deciziile investiţio-nale. Sunt convins că acesta este perfectibil şi am la dispoziţie o viaţă întreagă de experienţe (cele două elemente fiind legate) pentru a înţelege cum va evolua viitorul. Susţin că ne aflăm la sfârşitul unei epoci. Cum va arăta era cea nouă?

Nu se pune problema unor predicţii ferme. Viitorul depinde de măsurile ce vor fi adoptate în urma crizei actuale. Dar putem identifica problemele existente şi putem analiza posibilele măsuri. Putem să facem predicţii sigure despre cum NU va arăta era următoare. Perioada de expansiune a creditelor de după cel de-al Doilea Război Mondial nu a fost urmată de o perioadă la fel de lungă de restrângere a creditelor. Procesele de balon nu sunt simetrice ca formă; o creştere îndelungată şi exponenţială este urmată de o cădere bruscă şi substanţială. În consecinţă, restrângerea creditelor este de aşteptat să se petreacă într-un viitor destul de apropiat. Preţurile caselor au scăzut deja cu 10% şi este de aşteptat să scadă cu alte 20 de procente în anul următor. Eliminarea efectului de levier din fondurile de *hedging* şi din bilanţurile bancare este în plin avânt şi nu mai poate continua în ritmul actual prea multă vreme. Acţiunea poate să primească un impuls suplimentar din cauza recesiunii sau a altor dezechilibre, dar cu toate acestea e probabil să nu dureze mai mult de un an. Sfârşitul perioadei de restrângere a creditelor va aduce probabil o relaxare pe termen scurt a pieţei, dar e improbabil să fie urmată de o nouă perioadă de expansiune a ratelor, similară celor cu care suntem obişnuiţi.

Chiar dacă recesiunea este inevitabilă în acest moment (aprilie 2008) pentru Statele Unite, nu există nici un motiv pentru o recesiune la nivel global. În alte părţi ale lumii economiile sunt în plină expansiune şi pot deveni puncte de echilibru care să contrabalanseze recesiunea din Satele Unite şi creşterea economică lentă din Europa şi Japonia. Problemele economice de aici pot avea însă repercusiuni în plan politic care să afecteze economia mondială.

Sfârşitul perioadei de super-balon nu înseamnă însă sfârşitul tuturor baloanelor. Dimpotrivă, unele sunt abia în formare. Fuga de un dolar slab a întărit poziţia altor investiţii, de genul materiilor prime şi al energiei. Legislaţia biocombustibililor a determinat o expansiune în domeniul produselor agricole. Aprecierea monedei naţionale a Chinei a făcut ca ratele reale ale dobânzilor să devină negative, ceea ce în general se asociază cu un balon al proprietăţilor.

Ce înseamnă cu adevărat sfârşitul unei epoci? în cazul de faţă înseamnă sfârşitul unei perioade de stabilitate relativă bazată pe dominaţia Statelor Unite ca putere economică mondială şi pe dolar ca principală valută de rezervă. Prevăd o perioadă de instabilitate politică şi financiară care sper că va avea drept rezultat o nouă ordine mondială.

Pentru a vă face o imagine mai clară va trebui să explic un anumit aspect al cadrului meu conceptual pe care nu l-am accentuat suficient până acum. Am vorbit de postulatul falibilităţii, despre faptul că toate întreprinderile umane sunt supuse greşelii, deşi aceste greşeli nu sunt observate decât după un anumit interval de timp de la ifiiţierea respectivei întreprinderi. Concluzia este că şi întreprinderile cu greşeli se pot dovedi stabile pentru o anumită perioadă. Am vorbit de diferenţa fundamentală dintre ştiinţele naturale şi cele sociale. Unul din modurile în care se manifestă această diferenţă este aceea că maşinile ce utilizează forţele naturii trebuie să se supună legilor naturii; ele trebuie să fie bine formate, cum spun filozofii. Hidrocentralele trebuie să producă energie iar motoarele'să ardă combustibil într-un mod controlat, armele nucleare trebuie să elibereze energia atomică sub forma unei explozii şi aşa mai departe. Aranjamentele sociale nu se supun aceloraşi reguli; este suficient ca oamenii să le accepte dintr-un motiv sau altul, fie că este vorba de tradiţie, convingere sau impuls de moment. Aranjamentele sociale nu pot fi niciodată „bine formate" din cauza inabilităţii participanţilor de a-şi baza deciziile exclusiv pe cunoaştere. Orice regim ar fi la putere, el va fi marcat de contradicţii de nerezolvat, şi va putea fi schimbat rapid de un regim cu principii diametral opuse.

Ceea ce încerc să explic aici într-o manieră abstractă este ceva ce am experimentat într-un mod foarte tangibil de-a lungul vieţii mele. Am crescut într-o familie din clasa de mijloc, într-un mediu stabil; apoi am fost pe punctul de a fi ucis de nazişti, dacă tata nu mi-ar fi făcut rost de o identitate falsă. Am experimentat începuturile represiunii comuniste din Ungaria; apoi am fost un străin în Anglia, privind din afară o societate închisă şi stabilă. Am văzut cum pieţele financiare au suferit transformări majore în decursul a 50 de ani şi dintr-un nimeni am devenit un om important.

Privind înapoi în trecut, observăm că perioadele stabile vin şi pleacă. Acum se derulează o perioadă relativ stabilă, dar în care putem identifica inconsistenţe majore la nivelul aranjamentelor sociale. Ele nu sunt noi, şi sunt

practic inevitabile, în sensul că nici unul din aranjamentele sociale cunoscute nu le poate evita. Să luăm de exemplu cursul ratei de schimb. Orice politică valutară are dezavantajele ei. Cursul fix este prea rigid şi nu poate fi menţinut multă vreme; cursul variabil are o flexibilitate prea mare; iar cursul variabil controlat tinde să întărească exact trendul pe care îşi propune să-1 modereze. Obişnuiam să glumesc spunând că regimurile valutare seamănă cu cele matrimoniale: oricare ar fi în vigoare acum, opusul său pare cu mult mai atractiv. Să luăm în considerare ordinea mondială curentă. O economie globalizată, bazată pe principii de suveranitate, are o anume inconsistenţă. Aceasta s-a manifestat în epoca ce tocmai se apropie de sfârşit, dar dominanţa Statelor Unite şi a dolarului au adus un anumit simţ al stabilităţii. Ceva s-a întâmplat, iar această stabilitate a fost distrusă. Politicile administraţiei Bush au redus dominaţia Statelor Unite, iar acum o criză financiară pune în primejdie sistemul financiar internaţional şi reduce încrederea în dolar a restului lumii.

În modelul meu de dezvoltare-declin, condiţiile „departe de echilibru" sunt caracteristice stadiilor avansate ale balonului de săpun, fiind urmate de o revenire la condiţiile mai normale, apropiate de echilibru. Super-balonul de săpun nu urmează acelaşi model, pentru că nu există condiţii de echilibru la care să se poată reveni. Ne aşteaptă o perioadă de incertitudine ridicată în care aria rezultatelor posibile este cu mult mai largă decât în mod normal. Poate cea mai mare incertitudine este legată de răspunsul autorităţilor în faţa acestor provocări.

Statele Unite se confruntă atât cu o perioadă de recesiune, cât şi cu o lipsă de încredere în dolar, manifestată pe plan internaţional. Scăderea preţurilor la care se adaugă povara tot mai mare a creditelor debitoare, pierderile şi incertitudinile din sistemul bancar, ameninţă să împingă economia pe o pantă accelerat descendentă. În acelaşi timp, fuga de dolar creşte presiunea inflaţionistă, mărind preţurile la energie, mărfuri şi alimente. Banca Centrală Europeană, a cărei misiune este să menţină stabilitatea preţurilor, se opune micşorării ratelor la dobânzi. Acest fapt a creat o discordanţă între politicile monetare din SUA şi Uniunea Europeană şi a pus presiune asupra monedei europene. Euro s-a apreciat mai mult decât renminbi, moneda naţională a Chinei, creând tensiuni comerciale între Europa şi China. Este de aşteptat ca renminbi să ajungă la nivelul euro pentru a evita politicile protecţioniste în Statele Unite şi Europa şi pentru a limita nivelul inflaţiei din China. În schimb, acest fapt va creşte preţurile la Wal-Mart şi va împovăra şi mai mult consumatorul din Statele Unite. Din păcate, administraţia curentă nu pare să înţeleagă situaţia în care se află.

În cele din urmă guvernul american va trebui să folosească banii contribuabililor pentru a stopa declinul preţurilor de pe piaţa imobiliară. Până atunci însă, preţurile vor continua să scadă accelerat, oamenii îşi vor părăsi

casele a căror valoare a scăzut sub cea a ipotecii şi din ce în ce mai multe instituţii financiare vor ajunge la faliment, ceea ce va accentua şi mai mult recesiunea şi declinul dolarului. Administraţia Bush şi majoritatea analiştilor economici nu înţeleg că pieţele îşi pot consolida singure nu doar tendinţele de creştere, ci şi pe cele descrescătoare. Ei aşteaptă ca piaţa imobiliară să ajungă singură la un nivel minim, dar acesta este mai departe decât anticipează ei. Administraţia Bush fiu îndrăzneşte să folosească banii contribuabililor din cauza ideologiei bazate pe fundamentalismul de piaţă, precum şi din cauza ezitărilor ei de a lua controlul din mâinile Congresului. Iniţiativele şi politicile în această direcţie au fost lăsate pe seama Rezervei Federale. Acest fapt a pus o presiune prea mare pe o instituţie menită să reglementeze problemele de lichiditate şi nu pe cele de solvabilitate. Prin operaţiunea de salvare a celor de la Bear Sterns şi prin facilităţile acordate la împrumuturi, Rezerva Federală este ea însăşi într-o situaţie riscantă. Aştept măsuri mai eficiente de la următoarea administraţie. Până atunci, prevăd numeroase schimbări de direcţie pe piaţă ca şi în politicile aplicate, dat fiind că cele curente s-au dovedit inadecvate. Curba descendentă va fi foarte dificil de depăşit.

* * *

Public această carte după multe ezitări. Mă tem că poate exista un conflict între interesul meu de a o scrie şi interesul celor care o vor citi, mai ales în ediţie electronică. Pieţele financiare sunt dominate de panică. Oamenii vor să ştie ce îi aşteaptă. Nu pot să le spun asta, pentru că nu ştiu. Eu vreau să le spun cu totul altceva. Vreau să le explic condiţia umană.

Suntem forţaţi să luăm decizii fără a avea la dispoziţie cunoştinţele şi informaţiile necesare. Am căpătat control asupra forţelor naturii. Asta ne face foarte puternici. Deciziile noastre au un impact major. Putem să facem foarte mult bine sau foarte mult rău. Dar încă nu am învăţat să ne controlăm pe noi înşine, în consecinţă, trăim în condiţii de maximă incertitudine şi pericol. Trebuie să înţelegem mai bine situaţia în care ne aflăm. Incertitudinea este greu de acceptat. Este tentant să scăpăm de ea păcălindu-ne pe noi înşine şi pe cei din jur, dar acest fapt ne aduce şi mai multe probleme.

Mi-am dedicat viaţa unei mai bune înţelegeri a realităţii. În această carte m-am concentrat pe pieţele financiare pentru că îmi oferă laboratorul ideal în care să-mi testez teoriile şi m-am grăbit să public aceste rânduri pentru că trăim nişte timpuri în care concepţiile greşite ne-au pus în grav pericol. Acest lucru ar trebui să demonstreze măcar şi numai ce important este să înfrunţi realitatea, în loc să încerci să o eviţi. Desigur, nu putem niciodată înţelege pe deplin realitatea şi nu pretind că teoria reflexivităţii este adevărul suprem. Teoria susţine tocmai că adevărul suprem este dincolo de posibilităţile umane

şi explorează rolul pe care concepţiile eronate îl joacă în derularea evenimentelor. Nu este un subiect de care oamenii să fie foarte interesaţi atunci când pieţele financiare sunt în fierbere, dar sper că vor reflecta totuşi asupra lui. În schimb, sper că am reuşit să le ofer o imagine mai clară cu privire la ceea ce se întâmplă pe aceste pieţe.

Aş vrea să închei cu un apel: sper ca aceste rânduri să nu fie concluzia, ci începutul unui efort concentrat îndreptat în direcţia unei mai bune înţelegeri a condiţiei umane. Cum putem să ne guvernăm mai bine, în condiţiile în care avem controlul asupra forţelor naturii? Cum poate fi reconciliată noua paradigmă a pieţelor financiare cu cea veche? Cum ar trebui reglementate pieţele noastre financiare? Cum poate fi reformat sistemul financiar internaţional? Cum putem gestiona încălzirea globală şi proliferarea armelor nucleare? Cum putem îmbunătăţi ordinea mondială? Acestea sunt întrebările cărora trebuie să le găsim răspuns şi sper ca ele să ducă la o dezbatere aprinsă.

Mulţumiri

În mod normal aş face să circule manuscrisul prin cât mai multe mâini şi l-aş revizui permanent pe baza observaţiilor primite. De data asta nu am avut timpul necesar. Doar câţiva oameni mi-au oferit un *feedback* valoros: Keith Anderson, Jennifer Chun, Leon Cooperman, Martin Eakes, Charles Krusen, John Heimann, Marcel Kasumovich, Richard Katz, Bill McDonough, Pierre Mirabaud, Mark Notturno, Jonathan Soros, Paul Soros, Herb Sturz, Michael Vachon şi Byron Wien. Am primit o asistenţă nepreţuită cu privire la aspectele filosofice ale lucrării din partea lui Colin McGinn, care a făcut comentarii detaliate pe text şi m-a ajutat cu câteva dificultăţi conceptuale. Charles Morris, a cărui carte o recomand cu căldură, înţelege complexitatea instrumentelor financiare sintetice mult mai bine decât mine.* El şi Marcel Kasumovich m-au ajutat în redactarea Introducerii şi a Părţii a II-a. Raquiba LaBrie şi Herb Sturz de la fundaţia mea au organizat o şedinţă cu experţi în lichidarea de neplată. Ei, împreună cu Solomon Greene şi Diana Morris, m-au ajutat cu recomandări legate de măsurile necesare în acest domeniu. Keith Anderson a furnizat graficele de care m-am servit în Capitolul 5. Editorii mei, Peter Osnos şi întregul colectiv de la Public Affairs au realizat imposibilul publicând această carte în format electronic la doar câteva zile după ce le-am trimis varianta finală. Yvonne Sheer şi Michael Vachon au fost de ajutor ca de obicei cu întregul proiect. Responsabilitatea pentru acest text îmi aparţine, firește, în întregime.